



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, 19.12.2007

# Odfjell SE

*Analyse og verdsettelse*

**Karin Hilstad og Marianne Hegland**

**Veileder: Førsteamanuensis Bjørn Svendsen**

Masterutredning i finansielle emner

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Denne masterutredningen i finansielle emner har som tema analyse og verdsettelse av Odfjell SE. Det er valgt å benytte fundamental verdsettelse som er supplert med en komparativ verdsettelse. Utredningen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon

Vi starter med å presentere Odfjell SE og kjemikalietankbransjen for å få en innsikt i kjemikalietankmarkedet. Deretter gjennomføres en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. I regnskapsanalysen omgrupperes finansregnskapet til et investororientert perspektiv. For å komme nærmere virkelige økonomiske verdier justeres finansregnskapet for målefeil. Fremtidsregnskap utarbeides deretter, og er basert på innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Fremtidsregnskapet danner utgangspunktet for verdsettelsen av Odfjell SE. Vi kom frem til et vektet verdiestimat per 05.11.2007 på 164 kroner per A - aksje og 157 kroner per B – aksje. Børskursene var denne datoen på henholdsvis 93,25 og 85,25 for A – aksjen og B – aksjen. Vi anbefaler derfor kjøp av aksjene.

## Forord

Masterutredningen er et selvstendig arbeid som er obligatorisk for masterstudiet ved Norges Handelshøyskole. Hensikten med utredningen er å gi studentene øvelse i bruk av de kunnskaper de har tilegnet seg i løpet av studietiden.

Vi har fordypning i finansielle emner og sideprofil i økonomisk styring, derfor valgte vi et tema for utredningen som går på tvers av disse retningene. Verdsettelse ble et naturlig valg da dette muliggjør en kombinasjon av kunnskaper tilegnet både gjennom finansielle emner og økonomisk styring.

Odfjell SE ble valgt ettersom de er en kjent og stor Bergensbedrift, og fordi de har vært mye omtalt i mediene den senere tid som følge av den nye rederibeskatningen. Vi synes derfor det ville være spennende og interessant å få mer innsikt om Odfjell SE og bransjen generelt.

Arbeidet med utredningen har vært omfattende og utfordrende, men også veldig lærerikt. Det har vært spennende å få brukt våre teoretiske kunnskaper i praksis, og det har bidratt til å øke vår forståelse på mange områder. Dette vil være svært nyttig når vi nå skal ut i arbeidslivet.

Vi vil til slutt få rettet en stor takk til vår veileder, førsteamanuensis Bjørn Svendsen, for tilbakemeldinger og innspill underveis i arbeidet med utredningen.

Bergen, desember 2007

Karin Hilstad

Marianne Hegland

# Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG.....</b>	<b>2</b>
<b>FORORD .....</b>	<b>3</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE .....</b>	<b>4</b>
<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>6</b>
1.1 BAKGRUNN .....	6
1.2 FORMÅL OG AVGRENSNING .....	6
1.3 STRUKTUR.....	6
<b>2. PRESENTASJON AV ODFJELL OG BRANSJEN.....</b>	<b>8</b>
2.1 BRANSJEN .....	8
2.2 ODFJELL.....	9
<b>3. STRATEGISK ANALYSE .....</b>	<b>11</b>
3.1 INNLEDNING .....	11
3.2 ANALYSE AV EKSTERNE KONKURRANSEOMGIVELSER.....	12
3.3 PORTERS 5 KREFTER MODELL.....	12
3.4 PESTEL.....	17
3.5 ANALYSE AV INTERNE KONKURRANSEFORUTSETNINGER.....	20
3.6 KIKK.....	20
3.7 SVIMA (= VRIO).....	22
3.8 FREMTIDSUTSIKTER .....	26
<b>4. STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>28</b>
4.1 RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE.....	32
4.2 OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	33
4.3 ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL.....	39
4.4 ANALYSE AV FORHOLDSTALL .....	41

---

4.5	LIKVIDITETSANALYSE - ANALYSE AV RISIKO PÅ KORT SIKT .....	41
4.6	SOLIDITETSANALYSE – ANALYSE AV RISIKO PÅ LANG SIKT .....	44
4.7	ANALYSE AV AVKASTNINGSKRAV.....	47
4.8	ANALYSE AV LØNNSOMHET .....	53
4.9	ANALYSE AV VEKST .....	62
<b>5.</b>	<b>FREMTIDSREGNSKAP .....</b>	<b>65</b>
5.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP .....	65
5.2	BUDSJETTERING OG FREMSKRIVNING.....	65
<b>6.</b>	<b>VERDSETTELSE .....</b>	<b>76</b>
6.1	VERDSETTELSESMETODER .....	76
6.2	VALG AV VERDSETTELSESMETODER .....	78
6.3	AVKASTNINGSKRAV I FREMTIDEN.....	79
6.4	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....	80
6.5	SENSITIVITETSANALYSE.....	83
6.6	KOMPARATIV VERDSETTELSE .....	85
6.7	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE MED NY SKATTEREFORM .....	88
<b>7.</b>	<b>KONKLUSJON VERDSETTELSE .....</b>	<b>93</b>
<b>8.</b>	<b>LITTERATURLISTE.....</b>	<b>95</b>
<b>9.</b>	<b>VEDLEGG .....</b>	<b>99</b>

# 1. Innledning

## 1.1 Bakgrunn

Odfjell SE er en av de største bedriftene i kjemikalietankbransjen og har vært mye omtalt i media. Høsten 2007 har Odfjell SE vært mye omtalt i media som følge av den mye debatterte rederibeskatningen. I 2003 var Odfjell SE omtalt mye som følge av det ulovlige prissamarbeidet med de andre store bedriftene i kjemikalietankbransjen. Ettersom Odfjell SE er en kjent og mye omtalt bedrift, synes vi det kunne være interessant å få et bedre innblikk i konsernet gjennom en verdsettelse.

## 1.2 Formål og avgrensning

Formålet med utredningen er å estimere verdien av aksjene til Odfjell SE per 05.11.2007. Vi vil vurdere hvorvidt aksjene er overpriset eller underpriset i markedet, ved å sammenligne vårt verdiestimat med børskursene. Verdsettelsen bygger på offentlig tilgjengelig informasjon og et investororientert perspektiv.

Verdsettelsen er i hovedsak basert på en fundamental verdsettelsesteknikk som er supplert med en komparativ teknikk. I verdsettelsen har vi definert Stolt – Nielsen og Broström som sammenliknbare bedrifter, ettersom disse også er i kjemikalietankbransjen og har en tilsvarende kapitalstruktur.

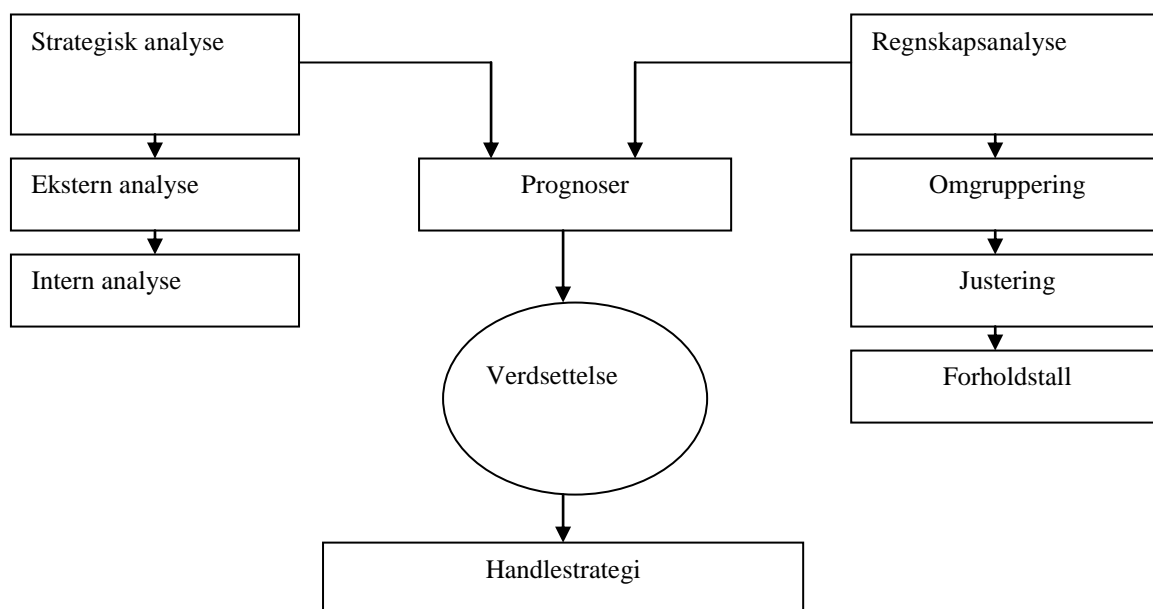
Vi har valgt en analyseperiode fra 2002 til 2007. Den relativt korte analyseperioden skyldes at kjemikalietankbransjen, som Odfjell SE er en del av, er en internasjonal bransje som påvirkes mye av konjunkturer.

## 1.3 Struktur

Strukturen på utredningen er vist i figur 1.0. Vi tar utgangspunkt i en strategisk analyse, som deles inn i en ekstern og en intern del. Den strategiske analysen vil gi innsikt i konkurranseforholdene i kjemikalietankbransjen. Deretter foretas en regnskapsanalyse hvor finansregnskapet omgrupperes til et investororientert perspektiv. De omgrupperte tallene vil bli justert for målefeil, for å frem de virkelige økonomiske verdiene. Omgruppert

resultatregnskap, balanse og kontantstrøm inkludert justeringer blir brukt videre i en forholdstallsanalyse. I forholdstallsanalysen analyseres lønnsomhet, vekst og risiko.

Fremtidsregnskapet utarbeides basert på innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i analyse av utviklingen i verdidriverne. Odfjell SE kan nå verdsettes ved hjelp av egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden, det vil si en fundamental verdsettelsesteknikk. For å kunne si noe om hvor sensitiv verdiestimatet er overfor endring i budsjett – og verdidriverne, foretas det en sensitivitetsanalyse. Den fundamentale verdsettelsen suppleres så med en komparativ verdsettelse. Det endelige verdiestimatet er basert på vekting av estimatene fra de to ulike verdsettelsesteknikkene. Til slutt kommer vi med en anbefalt handlestrategi som baseres på en sammenlikning av vårt verdiestimat mot børskursen 05.11.2007.



Figur 1.0 Oversiktsmodell

## 2. Presentasjon av Odfjell og bransjen

### 2.1 Bransjen

For de økonomiske sammenligningene vi skal gjennomføre definerer vi kjemikalietankbransjen som Odfjell, Broström og Stolt – Nielsen. Skipsfartsnæringen er en del av en maritim klynge bestående av rederier, finansieringsinstitusjoner, skipsmeglere og forsikringsselskaper. Denne maritime klyngen står for en verdiskapning på omtrent 100 milliarder norske kroner årlig og sysselsetter mer enn 100.000 personer (Tall fra 2006). Dette bidrar til Norges posisjon som verdens 5. største handelsflåte (Shipping ABC 12.09.07).

Odfjell SE (videre i verdsettelsen omtalt som Odfjell) opererer i bransjen for kjemikalietankere. Kjemikalietankere er betegnelsen på skip som er konstruert for å frakte flytende kjemikalier. Skipene har kompliserte lastesystemer og er konstruert i materiale spesialtilpasset lastene det enkelte skip skal frakte. Størrelsen på skipene varierer fra små elvetankere til store skip som benyttes i linjefrakt, størrelsen er fra 20.000 dwt opp til hele 75.000 dwt (dødvektstonn). Skipene er bygget for å frakte flere ulike kjemikalier på samme tid, gjerne over 50 typer hver gang. De mest avanserte skipene er bygget med rustfrie tanker, rørledninger og pumper, dette gjør skipene meget kostbare. Europa og USA er de største eksportørene av kjemikalier, mens det fjerne Østen og Sør - Amerika er de største importørene. De vanligste lastene er syrer, alkoholer, vegetabiliske oljer og petroleumsprodukter, for eksempel propyl, peanøttolje, svovelsyre og benzen.





Figur 1.1 Markedsandeler i kjemikali-tankermarkedet

Bransjen for kjemikali-tankere er en moden bransje som i dag domineres av fire aktører (Odfjell, Stolt – Nielsen, JO Tankers og Tokyo Marine). Samlet lastekapasitet er på omtrent 20 millioner dødvektstonn og flåten består av 726 skip. Som figur 1.1 viser er Odfjell største aktør, målt i lastekapasitet, med 10,6 % av markedet, Stolt – Nielsen Transportation Group har 10,1 %, Tokyo Marine har 3,9 %, mens JO Tankers (tidligere en del av Odfjell) har en andel på 3,6 % (Odfjell årsrapport 2006). Årsaken til at kun Odfjell, Stolt – Nielsen og Broström analyseres videre er mangel på tilgang til informasjon om de andre bedriftene i bransjen. Vi har valgt disse fordi DnB NOR Markets følger disse tre bedriftene i sin morgenrapport om aksjemarkedet ([www.dnbnor.no](http://www.dnbnor.no)). Opprinnelig hadde vi også inkludert JO Tankers, men det viste seg at tilgjengelige regnskapsdata var mangelfulle slik at analysene ikke kunne gjennomføres.

## 2.2 Odfjell

Rederiet Odfjell startet tidlig på 1900 – tallet som en rekke små selskaper i Odfjell familiens kontroll, mens AS Rederiet Odfjell først ble formelt stiftet 21. juni 1915 (Tenold & Thowsen 2006). På 1960 – tallet spesialiserte Odfjell seg i markedet for transport av kjemikalier i parcel tankere, det vil si mindre tankskip med evne til å frakte flere ulike flytende frakter samtidig. Det at Odfjell spesialiserte seg innen en nisje, ble et viktig strategisk valg som de også i dag oppnår fordeler ved, blant annet i form av ekspertise på sitt område. På 1970 – tallet ble det tatt inn ekstern ledelse av selskapet og i 1986 ble Odfjell børsnotert.

Selskapet er nå nylig gått over fra å være et norsk allmennaksjeselskap til et såkalt SE - selskap, European Joint Stock Public Company. Dette ble gjort siden de fleste aksjonærene ikke er norske og som følge av at mange eiendeler og datterselskaper er lokalisert i andre land enn Norge (Børsmelding 14.03.2007). Odfjell er et internasjonalt selskap og 76,96 % av alle A – aksjene og 38,5 % av B - aksjene er eid av internasjonale investorer (tall fra årsrapporten 2006).

Odfjells strategi er å være en ledende, foretrukket og lønnsom global aktør i markedet for transport og lagring av kjemikalier, syrer, oljer og spesialprodukter. For å oppnå dette skal rederiet tilby tjenester som er effektive og til å stole på, transporten skal skje til rett tid og uten uhell eller ulykker underveis. Rederiet skal også holde høy kvalitet og sikkerhet, og oppfylle miljøkrav. Odfjell opererer både innen global og regional tanktransport. I tillegg tilbyr rederiet lasting, lossing og mellomlagring av kundenes produkter i tankterminaler.

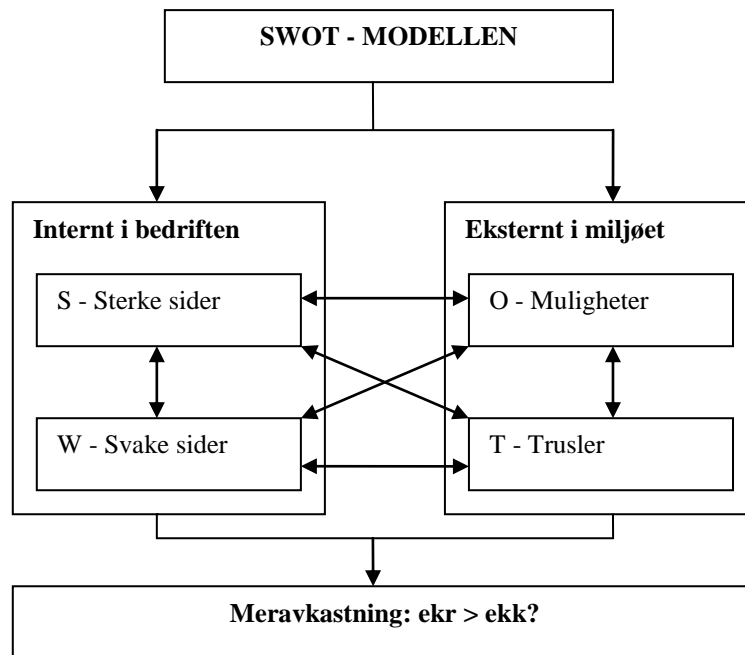
Selskapet hadde per 2006 92 parcel tankere, hvorav 77 skip opererer på det globale transportmarkedet. Odfjell har kontorer i 13 land, dette muliggjør lokal markedsføring og betjening av kunder. De resterende 15 skipene brukes i regional transport, denne formen for transport er i sterk vekst siden sluttbrukerne av petroleumskjemikalier krever at produktene blir levert på kortere varsel og produsentene etablerer seg nærmere kundene (Årsrapport Odfjell 2006).

Odfjell har også siden 1960/70 – tallet, investert i en rekke tankterminaler som en naturlig ekspansjon av transporttjenestene. Investering i tankterminaler ga fordeler ved at Odfjell da kunne kontrollere en større andel av verdikjeden, og også optimalisere utnyttelsen av flåten og ved å kunne gi kundene et bedre tilbud (Tenold & Thowsen 2006). I dag eier Odfjell helt eller delvis seks tankterminaler spredt rundt om i verden. Dessuten har rederiet åtte tilknyttete terminaler i Sør – Amerika, hvor de også er medeiere.

### 3. Strategisk analyse

#### 3.1 Innledning

For å oppnå en bedre innsikt om Odfjell og bransjen, foretas en strategisk analyse. Det er viktig å foreta en strategisk analyse for å avdekke om det foreligger superrentabilitet, avkastning utover normalavkastning. For å gjøre en strategisk analyse vil en ved hjelp av SWOT analyse finne frem til de **styrker** (S), **svakheter** (W), **muligheter** (O) og **trusler** (T) som Odfjell har eller står overfor relativt sett i forhold til Odfjells konkurrenter, Stolt – Nielsen og Broström. Odfjells styrker og svakheter omhandler konkurranseforhold i bransjen, dette belyses ved hjelp av KIKK og SVIMA analyser. KIKK er et analyseverktøy som viser kilder til konkurransefortrinn og SVIMA analysen vil vise hvilke ressurser som er viktig i forbindelse med å skape og bevare konkurransefortrinn. Muligheter og trusler kartlegges ved å se på de eksterne omgivelsene, her benyttes ofte analyseverktøyene Porters 5 krefter og PESTEL. Ved bruk av Porters 5 krefter identifiseres bedriftens konkurrenter, potensielle inntrengere, kunder, leverandører og substitutter. PESTEL analyse innebærer en kartlegging av makroøkonomiske omgivelser. En bedrifts sterke sider er ressurser som gir opphav til konkurransefortrinn. Dette kan for eksempel være patenter, merkenavn, et godt rykte eller gode distribusjonskanaler. Mangel på sterke sider kan være en svakhet, eksempelvis kan manglende patent, høy kostnadsstruktur eller dårlig tilgang på råvarer være en ulempe. Ved å utnytte muligheter kan profitt eller vekst oppnås. En mulighet kan for eksempel være høyere inngangsbarrierer eller at kundene foretrekker ett bestemt produkt fremfor andre tilsvarende produkter eller substitutter. Trusler kan for eksempel være handelsbarrierer eller innføring av en ny ufordelaktig lovgivning eller regulering.



Figur 1.2 SWOT modellen

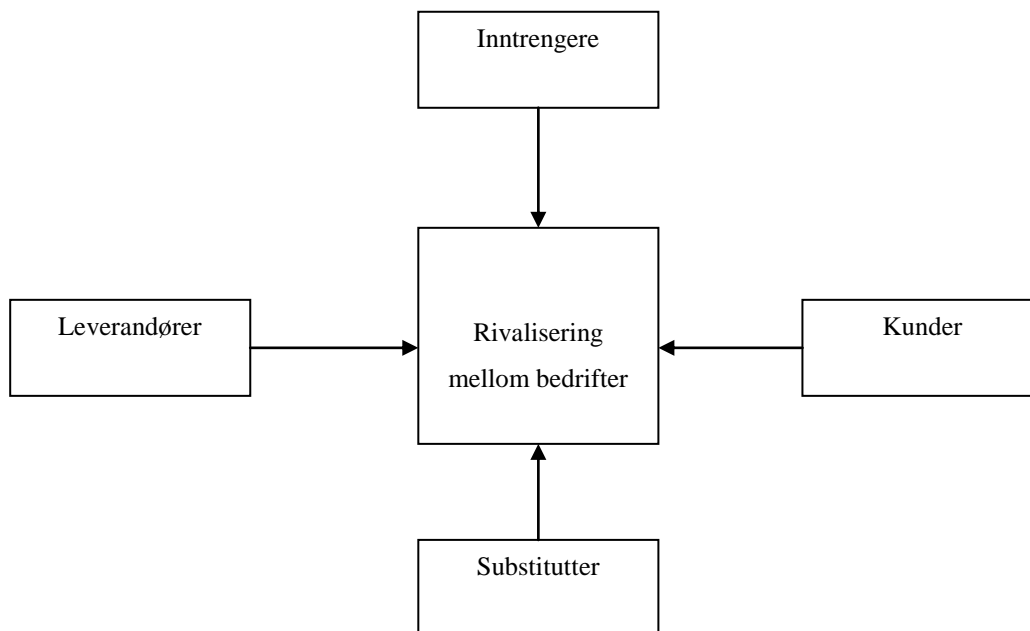
Identifisering av muligheter, trusler, sterke sider og svake sider er et ledd i prosessen for å forme en strategi som best mulig utnytter strategiske ressurser i forhold til de mulighetene som finnes i markedet (Hill & Jones 2004). Med andre ord oppsummerer SWOT - analysen den eksterne og den interne strategiske analysen. Dette er vist i figur 1.2.

## 3.2 Analyse av eksterne konkurranseomgivelser

## 3.3 Porters 5 krefter modell

Det eksisterer mange ulike modeller for å analysere en bedrifts konkurranseomgivelser, en av de mest kjente er Porters 5 krefter modell fra 1980. Ved hjelp av Porters 5 krefter identifiseres bedriftens konkurrenter, potensielle inntrengere, kunder, leverandører og substitutter. Porter mener at en bedrifts strategi må bygge på analyse og forståelse av konkurransen i bransjen og en vurdering av hvor mye / lite attraktiv bransjen er. Analyse av konkurranseomgivelsene vil avdekke hvem som har forhandlingsmakten i bransjen. Generelt sett er det slik at den eller de som har makten, også er de som sitter igjen med størstedelen av verdiskapningen. Hvordan makten innad i en bransje er fordelt har betydning for lønnsomheten i bransjen, og hvorvidt det er mulig å oppnå superrentabilitet. Superrentabilitet kan defineres som avkastning til egenkapitalen utover egenkapitalavkastningskravet. Dersom

for eksempel Odfjells kunder har stor forhandlingsmakt, vil det være vanskelig å øke profitten ved å kreve høyere fraktrater i langtidskontrakter med kundene. Figur 1.3 viser Porters 5 krefter modell.



Figur 1.3 Porters 5 krefter modell

**Konkurransen i en bransje** (rivalisering mellom bedrifter) avgjør i stor grad hvor høy lønnsomhet det er mulig å oppnå i bransjen. Sterk intern konkurranse gjør at prisen bedriftene kan ta på sine produkter trolig reduseres, og samtidig vil kostnadene kunne øke som følge av at det må brukes mer penger på eksempelvis markedsføring og merkevarebygging. Intensiteten på den interne konkurransen avhenger i følge Porter i stor grad av tre faktorer – bransjens struktur, etterspørselen og eventuelle utgangsbarrierer. Bransjens struktur kan være fragmentert eller konsolidert. En fragmentert bransje, med flere mindre eller mellomstore bedrifter, vil typisk ha lave inngangsbarrierer og relativt lite differensierte produkter. Lave inngangsbarrierer kan føre til at mange bedrifter velger å etablere seg i tider der etterspørselen i bransjen er stor. Dersom produktene som tilbys er relativt like vil det bli hard priskonkurranse, og lønnsomheten i bransjen vil synke. Når lønnsomheten går ned vil flere trekke seg ut av bransjen igjen. Fragmenterte bransjer kjennetegnes altså ved store svingninger i lønnsomhet og i antall bedrifter i bransjen. I konsoliderte bransjer med få og store aktører vil det ofte være en ledende bedrift som setter prisene. Dette innebærer at de resterende bedriftene i bransjen ikke selv kan fastsette pris, men må følge prisen som den ledende aktøren har fastsatt. Hard priskonkurranse i et slikt

marked vil være lite gunstig for bedriftene i bransjen, og de andre bedriftene vil derfor typisk sette sine priser på bakgrunn av observasjoner av den ledende bedriften. I tillegg til bransjestrukturen, er etterspørselen i bransjen også av betydning for konkurransen. Redusert etterspørsel vil føre til hardere konkurranse om kundene, mens høyere etterspørsel vil være med på å dempe konkurransen i bransjen. En annen faktor er høye utgangsbarrierer som kan bidra til at bedrifter blir tvunget til å bli værende i en ulønnsom bransje. Dette gjør at det blir overkapasitet i markedet, og konkurransen øker. Eksempler på utgangsbarrierer kan være høye irreversible investeringer eller høye utgangskostnader (for eksempel pensjoner som må utbetales).

**Potensielle inntrengere** er bedrifter som i dag ikke har etablert seg i den aktuelle bransjen, men som har mulighet til å etablere seg dersom de ønsker det. Inntrengere vil etablere seg i bransjer med høy lønnsomhet, fordi de da vil kunne oppnå den samme gode avansen for produktene sine. Dersom det er stor sjanse for at nye bedrifter vil komme til å etablere seg i markedet vil dette være en trussel for de eksisterende selskapene. I bransjer med store inngangsbarrierer vil noe av denne risikoen forsvinne, ettersom det da vil være vanskelig eller kostbart for nye bedrifter å etablere seg. Eksempler på slike barrierer kan være merkeloyalitet, absolutte kostnadsfordeler, skalaøkonomi, byttekostnader og statlige reguleringer. Alle disse faktorene kan bidra til å gjøre det vanskeligere for nye bedrifter å entre markedet, og gi mulighet for de etablerte bedriftene til å ta høye priser.

Dersom **kundene og leverandørene** har stor forhandlingsmakt relativt til bedriftene i den aktuelle bransjen, vil lønnsomheten i bransjen kunne reduseres kraftig for bedriftene. Porter hevder at kundene har stor makt dersom de er få og store, mens bedriftene i bransjen er mange og små. Det samme gjelder blant annet når kundene kjøper stor kvanta, byttekostnadene er lave eller når kundene kan true med å produsere produktet eller tjenesten selv. Leverandørene har stor makt dersom produktene deres er essensielle for bedriftene i bransjen, har få substitutter og dersom bedriftene i bransjen ikke er en viktig kunde for leverandørene eller når bytte av leverandør vil være vanskelig og kostbart. Det er også en fordel for leverandørene dersom de kan true med å etablere seg i bransjen, mens det motsatte ikke vil være mulig på bedriftenes side.

**Substitutter** er alternative produkter kundene kan velge mellom. Dette er produkter som ikke er helt identiske med det produktet som tilbys av bedriftene i bransjen, men som fint kan fungere som en erstatning for dette. Dess flere og bedre substitutter det finnes i

markedet, dess vanskeligere vil det være for bedriftene i bransjen å sette høy pris på produktet. Dersom prisen settes for høyt vil sannsynligheten for at kundene bytter over til et lignende produkt øke (Hill & Jones 2004).

### **Kjemikalietankbransjen**

Kjemikalietankbransjen kan sies å være fragmentert med mange små aktører, så det er stor **konkurransen** er relativt hard. Dette kan ha vært noe av årsaken til det ulovlige prissamarbeidet som foregikk mellom 1998 og 2002, og ble avdekket februar 2003. Prissamarbeidet var et samarbeid mellom de fire største bedriftene i bransjen (Odfjell, Stolt – Nielsen, JO Tankers og Tokyo Marine) om å styre prisene. Transporttjenestene bedriftene tilbyr er lite differensierte, noe som gjør det vanskelig å kapre markedsandeler. Odfjell fremstår som den største aktøren, mest sannsynlig fordi de var tidlig ute med å kunne tilby integrerte logistikktjenester ved hjelp av tankterminalene. Ved hjelp av tankterminalene kan de i tillegg til transport, tilby kunden lasting og lossing og mellomlagring av deres produkter. Tankterminalene gir bedre utnyttelse av flåten og dermed økt effektivitet. Odfjell, Stolt – Nielsen og Broström opererer både med langsiktige kontrakter, hvor ratene (prisen) på transport er fastsatt ved kontraktsinngåelse, og på spotmarkedet hvor ratene bestemmes ut fra det internasjonale kjemikalietankmarkedet. Langsiktige kontrakter demper priskonkurransen og fungerer som en buffer i nedgangskonjunkturer hvor spottankratene faller mye. Graden av konkurranse avhenger også av etterspørselen etter transporttjenester. I dag er det stor vekst innen regionaltransport, noe som fører til økt etterspørsel (Årsrapport Odfjell 2006). Ettersom økonomien nå er inne i en høykonjunktur er etterspørselen etter transporttjenester også generelt høy. Det er også høye inngangs - og utgangsbarrierer i kjemikalietankmarkedet på grunn av store irreversible investeringer i skip og terminaler, noe som bidrar til å dempe den interne rivaliseringen. Det eksisterer riktignok et andrehåndsmarked for skip, men skip med samme spesifikasjoner som Odfjell sine, omsettes sjeldent i markedet og det er derfor vanskelig å fastsette markedsverdi på skipene (Dag Hammer, DnB NOR Kapitalforvaltning).

Antallet **potensielle inntrengere** vil være påvirket av de høye inngangs – og utgangsbarrierene i kjemikalietankbransjen. Risikoen for at mange nye aktører skal etablere seg i kjemikalietankmarkedet er svært liten ettersom inngangsbarriere er meget høye. Det vil være vanskelig å etablere seg uten store kapitalkilder og kunnskap om bransjen. Dermed er det større sannsynlighet for at Odfjell, Stolt – Nielsen og Broström kommer til å tilpasse seg

hverandre ved å tilby mer like transporttjenester til tilsvarende fraktrater, enn at nye aktører kommer inn.

Det finnes flere **leverandører** av skip både nasjonalt og internasjonalt. Dermed har Odfjell mulighet for å velge fritt, noe som vil redusere leverandørenes makt. Odfjell benytter seg ofte av spesialskip laget av rustfritt stål. Prisen på nybyggingsprosjekter varierer derfor blant annet med prisen på rustfritt stål. Prisen på skipene varierer også med hensyn til konjunktorene, i en oppgangskonjunktur hvor etterspørselen er stor, vil prisen være høy. For å utnytte virkningen av konjunktursvingningene forsøker Odfjell å inngå langsiktige kjøpsopsjoner på skip i nedgangskonjunkturer. For på denne måten å få skipene levert i høykonjunktur hvor fraktratene er høye og inntjeningen stor. En annen gruppe leverandører er leverandører av bunkers (drivstoff). Leverandørene av bunkers innehar relativt stor makt ettersom produktet er essensielt og har heller ingen substitutter. Ettersom det finnes flere leverandører av bunkers vil ikke den enkelte leverandør ha stor forhandlingsmakt. Leverandører av reparasjons – og vedlikeholdstjenester, verftene, er også viktig å hensyn ta. Verftene har relativt stor makt siden kostnadene knyttet til vedlikehold kan variere mye over tid. Selv om Odfjell, Stolt – Nielsen og Broström har budsjettert med periodisk vedlikehold av skipene, kan det oppstå uforutsette hendelser som fører til ekstra bruk av verftstjenester. Det eksisterer mange verft både i Norge og internasjonalt, dermed vil ikke det enkelte verft ha stor forhandlingsmakt når det gjelder pris på vedlikehold og reparasjoner.

**Kundene** kan defineres som både shippingmeglere og produsenter av kjemikalier og andre spesialvæsker. Meglerne fungerer som et bindeledd mellom rederiene og produsentene. Det vil si at de kobler kjøper og selgers preferanser, med hensyn til for eksempel leveringstidspunkt og fraktrater. Ettersom meglerne bare er et bindeledd, vil disse sjeldent oppnå en strek forhandlingsposisjon. Når det gjelder produsenter av kjemikalier, vil de ha forhandlingsmakt overfor rederiene siden kjemikalietankbransjen består av mange relativt små aktører. Dette vil gjøre det lettere for kundene å forhandle frem lavere priser og kreve korttidsleveranser. Odfjell har tilpasset seg kundenes ønsker ved å fokusere på høy kvalitet, sikkerhet og tilfredsstillelse av miljøkrav. Kundene blir tettere knyttet til rederiene ved at det blir stadig mer utbredt å tilby integrerte transporttjenester, eksempelvis kan vi nevne Odfjell sin tankterminalvirksomhet. Dette vil gjøre det vanskeligere for kunden å bytte fra ett rederi til ett annet. Samlet sett vil allikevel kundene inneha relativt stor makt og dermed kunne kapre en relativt stor del av verdiskapningen.



Det eksisterer ingen gode **substitutter** til skipsfrakt på det nåværende tidspunkt. Mulighetene som foreligger per i dag vil være å benytte tog - eller flytransport. Problemene med disse formene for transport av kjemikalier er mange. Eksempelvis vil transporten være mye dyrere, mer tungvint, tidkrevende og flytransport vil dessuten kunne medføre utfordringer knyttet til trykk i kabinen. Med andre ord utgjør ikke dette noen reell trussel.

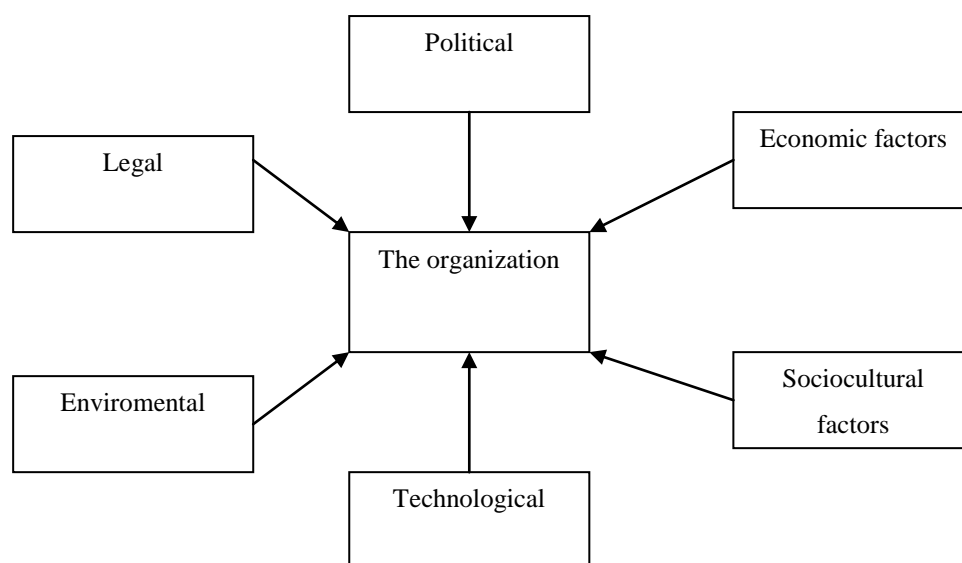
### **Konklusjon Porters 5 krefter**

Analysen viser at det er Odfjell, Stolt – Nielsen og Broström som har størst forhandlingsmakt, og vil kapre den største andelen av verdiskapningen. Det er liten sannsynlighet for at nye bedrifter vil etablere seg i kjemikalietankbransjen, siden inngangsbarrierene er så høye. Per i dag finnes det heller ingen gode substitutter til frakting av kjemikalier ved hjelp av tankskip. Ettersom det finnes mange leverandører innen levering av skip, bunkers og verftstjenester, vil ikke den enkelte leverandør sitte igjen med stor makt. Kundene, det vil si produsenter av kjemikalier, kan fremforhandle lave fraktrater og dermed kan de kapre en relativt stor del av verdiskapningen.

## **3.4 PESTEL**

I PESTEL deles de makroøkonomiske omgivelsene inn i 6 grupper; **politiske forhold** (P), **økonomiske forhold** (E), **sosiokulturelle forhold** (S), **teknologiske forhold** (T), **samfunnsmessige forhold** (E), **rettslige forhold** (L). Se figur 1.4. Politiske faktorer inkluderer både formelle og uformelle regler som bedriftene i bransjen må tilpasse seg. For eksempel kan dette være skattelovgivning, grad av politisk stabilitet og Helse, Miljø og Sikkerhetslovgivning. Økonomiske forhold er forhold som påvirker kundenes kjøpekraft eller bedriftens kostnadsstruktur, eksempelvis endret økonomisk vekst, rente eller valutakurs. Sosiokulturelle forhold inkluderer både kulturelle og demografiske forhold, dette er av betydning for kundenes preferanser og størrelsen på potensielle markeder. Teknologiske forhold kan påvirke hvor vanskelig det er for potensielle inntrengere å etablere seg i bransjen og hva som er optimalt produksjonsvolum for bedriften. Forskning og utvikling og automatisering er faktorer som inngår her. Når det kommer til samfunnsmessige forhold inkluderer dette faktorer som påvirker kostnadsstruktur (eksempelvis tilgangen på billig arbeidskraft) og lokalisering av bedriften. Rettslige forhold omhandler all lovgivning. Eksempelvis vil et multinasjonalt selskap måtte tilpasse seg både nasjonal og internasjonal konkurranselovgivning (for eksempel EU lovgivning og Sherman Act i USA).

Det er ofte en sterk sammenheng mellom de ulike gruppene, eksempelvis vil endrete demografiske forhold (sosiokulturelle forhold), som for eksempel en aldrende befolkning, endre preferanser og etterspørselen etter produkter, og også kjøpekraften til kundene (økonomiske forhold). Det er viktig å identifisere ulike nøkkelfaktorer eller krefter som samlet sett vil kunne påvirke bransjens struktur, sektoren eller markedet med stor sannsynlighet og ta hensyn til disse i strategiutformingen (Johnson, Scholes & Whittington 2006). De makroøkonomiske faktorene vil ha direkte påvirkning på noen eller alle kreftene i Porters modell, og på den måten forandre det relative styrkeforholdet til de ulike aktørene (Forelesning 26.08.05 SOL040 og Hill & Jones 2004).



Figur 1.4 PESTEL

### Kjemikalietankbransjen

De makroøkonomiske faktorene som vil ha størst innvikning for Odfjell er den nye rederibeskatningsreformen, full likvidasjonsbeskatning av SE selskaper og fremtidige økonomiske konjunkturer.

Den viktigste utfordringen for Odfjell (og Stolt – Nielsen) i dag vil være en gjennomføring av den foreslåtte nye beskatningen av rederibransjen. Overgangen innebærer tilpasning til det europeiske skattesystemet, hvor tonnasje beskattes med 0,6 %. I tillegg skal 2/3 av opptjent ubeskattet egenkapital fra tidligere år tilbakebetales over 10 år (det har ikke blitt betalt skatt av tilbakeholdt overskudd i den gamle reformen). Den resterende tredjedelen kan betales i form av gjennomføring av miljøinvesteringer. Dette vil kunne påvirke fremtidig

lønnsomhet og investeringsnivå for norske rederier i kjemikali-tankbransjen og det kan bli vanskeligere å ta opp nye lån på grunn av redusert egenkapitalgrad. Som følge av dette vil også rivaliseringen mellom bedriftene i bransjen påvirkes. Eksempelvis vil Odfjell kunne få en svekket konkurranseposisjon internasjonalt, grunnet et lavere investeringsnivå sammenliknet med internasjonale konkurrenter (Broström). Den nye skattereformen vil for Odfjell sin del innebære en tilbakebetaling av omtrent 1,2 milliarder norske kroner (Dagens Næringsliv 17.09.2007).

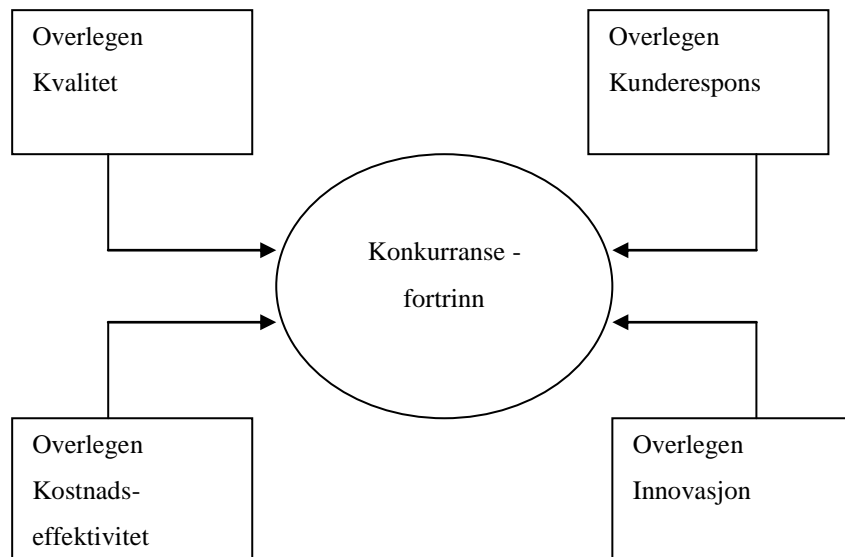
Et annet forhold som kan skape problemer for Odfjell og andre SE selskaper, er at regjeringen i Statsbudsjettet for 2008 forsøker å stenge for SE selskaper som vil flytte hovedkontoret ut av landet. Så langt har SE selskaper kunnet foretatt flytting av hovedkontor til et annet EØS – land uten at det utløser beskatning. Regjeringen har nå foreslått full likvidasjonsbeskatning til virkelige verdier. Full likvidasjonsbeskatning innebærer at selskaper som flytter ut må betale 28 % skatt på forskjeller mellom virkelig verdi og bokført verdi på alle sine eiendeler. For mange selskaper vil virkelig verdi gjerne være dobbelt så høy som bokført verdi (Bergens Tidende 08.10.2007). Rederiet Odfjell har tidligere flyttet et datterselskap som har ansvar for tankanleggene til Nederland (Bergens Tidende 08.10.2007). Den nye ordningen vil gjøre det lite gunstig for Odfjell å flytte hovedkontoret fra Minde i Bergen til andre EØS - land.

Kjemikali-tankbransjen er en internasjonal bransje og er derfor veldig konjunkturutsatt. Derfor er et annet viktig forhold de økonomiske konjunkturerne. Økonomien er i dag i en høykonjunktur, dette betyr høy etterspørsel i kjemikali-tankbransjen og høyere fraktrater. Det er fortsatt høy vekst i internasjonal økonomi. Veksten er spesielt høy i Asia og Latin – Amerika. Nedgangen i det amerikanske boligmarkedet og reduksjon i husholdningenes forbruk tilsier at den amerikanske økonomien er i en nedgangskonjunktur. Fremover forventes det at veksten i internasjonal økonomi vil dempes (Økonomiske analyser 4/2007, Statistisk Sentralbyrå). I den senere tid har det vært en økning i fokuset på transport til og fra det asiatiske og sør – amerikanske markedet (Årsrapport Odfjell 2006). Dermed vil Odfjell oppleve en gunstig situasjon ved å ta del i disse markedene med høy vekst.

## 3.5 Analyse av interne konkurranseforutsetninger

### 3.6 KIKK

KIKK er et analyseverktøy som viser kilder til konkurransefortrinn. I følge KIKK modellen (figur 1.5) kan en bedrift oppnå konkurransefortrinn gjennom ulike kombinasjoner av **overlegen kostnadsstruktur** (K), **overlegen innovasjon** (I), **overlegen kvalitet** (K) og **overlegen kundeorientering** (K). Hvilke av de ulike faktorene bedriften velger å fokusere på kommer helt an på bedriften selv, og bransjen bedriften opptre i (Forelesning 02.09..05 SOL040). Eksempelvis vil et rederi som operer i kjemikalietankbransjen fokusere på overlegen kvalitet, siden det vil være viktig at kvaliteten på kjemikaliene ikke blir forringet under transporten.



Figur 1.5 KIKK modellen

**Overlegen innovasjon** kan for eksempel føre til forbedret kostnadseffektivitet og kvalitet. Dette gjør at kundens opplevde verdi av produktet øker (bedre produkt til lavere pris), det vil si forbedret kunderespons. Responstiden til kunden blir definert som den tiden det tar fra kunden ytrer sine ønsker angående et produkt, til produktet eller tjenesten blir levert til kunden (Hill & Jones 2004). Overlegen innovasjon gir bedriften mulighet både til å differensiere sitt produkttilbud og til å redusere kostnadene.

Ved fokus på **overlegen kostnadseffektivitet** vil en bedrift hele tiden forsøke å oppnå lavere kostnader enn sine konkurrenter. Lavere kostnader kan føre til at bedriften kan ta lavere

priser, for på den måten å øke omsetningen og / eller øke sin markedsandel. For å kunne oppnå lavere kostnader må produktiviteten både med hensyn til arbeidstakerne og kapital i bedriften være best mulig. Høy produktivitet vil føre til økt effektivitet og lavere kostnader.

Dersom bedriften i stedet har et sterkt fokus på **overlegen kvalitet**, betyr det ofte at de tar mindre hensyn til kostnadene. Det vil si at dersom valget står mellom økt kvalitet og lave kostnader, vil høyere kvalitet prioriteres selv om kostnadene øker. Fokuset vil ligge på å skape et produkt med særegne egenskaper. På denne måten kan bedriften skaffe seg en kilde til konkurransefortrinn, fordi kvalitet kan øke kundens opplevde verdi av produktene, noe som vil føre til økt betalingsvillighet. Dermed vil bedriften kunne sette en høyere pris på sine produkter, enn prisen på produkter med samme funksjonalitet men med lavere kvalitet.

Om en bedrift prioriterer **overlegen innovasjon** betyr det at de fokuserer på å utvikle eller videreutvikle nye produkter eller prosesser. Produktinnovasjon vil si at en bedrift evner å frembringe et produkt som er helt nytt på markedet, eller har egenskaper som er bedre enn for tilsvarende produkter. Ved at bedriften fokuserer på overlegen innovasjon vil det føre til at de oppnår større interesse for sine produkter og vil dermed kunne sette høyere priser. Dette vil kunne gi bedriften et konkurransefortrinn. Prosessinnovasjon er at en bedrift evner å utvikle en ny prosess for produksjon eller for levering av produktene til kundene. Dette kan lede til lavere produksjonskostnader og dermed føre til at bedriften kan ta en lavere pris for sine produkter. I det lange løp kan det se ut til at innovasjon av produkter og prosesser er den viktigste kilden til konkurransefortrinn (Hill & Jones 2004).

For at en bedrift skal kunne oppnå **overlegen kunderspons** må bedriften være bedre enn sine konkurrenter til å identifisere og tilfredsstille sine kunders behov. Dersom kundene føler at en bedrift tar større hensyn til deres behov, vil kundene tillegge produktet større verdi. På denne måten oppnår bedriften en differensiering i forhold til sine konkurrenter. Det er en sterk sammenheng mellom kunderspons og kvalitet / innovasjon. Dersom en bedrift evner å oppnå overlegen kvalitet og / eller innovasjon, vil dette føre til at kundene føler at de er i fokus, og bedriften oppnår overlegen kunderspons. En bedrift som fokuserer på å oppnå en overlegen kunderspons vil med andre ord måtte fokusere på flere ulike områder, derunder kvalitet og innovasjon.

### 3.7 SVIMA (= VRIO)

KIKK er et analyseverktøy som identifiserer hvilke konkurransefortrinn en bedrift har. Hvordan en bedrift oppnår disse konkurransefortrinnene avhenger av bedriftens ressurser, kapabiliteter (det vil si hvordan en bedrift organiserer eller utnytter ressursene) og aktiviteter. Ressurser kan defineres som innsatsfaktorer som gjør det mulig for en bedrift å skape verdier for sine kunder (Forelesning 02.09.2005 SOL040).

En bedrift har ulike ressurser, disse kan deles inn i fysiske, finansielle, organisatoriske, relasjonsbaserte og kompetansebaserte. Konkurransefortrinn oppstår ved utnyttelse av verdifulle ressurser som konkurrentene ikke lett kan kopiere. SVIMA analysen vil kunne bidra til å vise hvilke ressurser som er viktigst og som fremtidig strategi bør bygge videre på.

Ressurser	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Ressurs 1	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	<b>Paritet</b>
Ressurs 2	Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	<b>Trivielt fortrinn</b>
Ressurs 3	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	<b>Midlertidig fortrinn</b>
Ressurs 4	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	<b>Potensielt varig fortrinn</b>
Ressurs 5	Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	<b>Varig, ikke beholdt fortrinn</b>
Ressurs 6	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	<b>Varig, beholdt fortrinn</b>

Tabell 1.0 SVIMA analyse

Etter identifisering av en bedrifts ressurser, anvendes SVIMA analysen til å finne de ressurser som kan gi varige konkurransemessige fortrinn. Det er fem betingelser som må være tilstede for at en ressurs skal kunne gi et varig konkurransemessig fortrinn; **sjelden, viktig, ikke - imiterbar, mobilisert og appropriert**. Dette er vist i tabell 1.0. En ressurs er sjelden dersom konkurrentene ikke innehar denne ressursen. Det vil si at konkurrenten ikke har ressursen i like stort kvantum (eksempelvis færre godt kvalifiserte medarbeidere) eller med like god kvalitet. Viktigheten av en ressurs avhenger av hvor viktig kunden oppfatter ressursen, eller om ressursen er avgjørende i en bedrifts produksjon eller i forhold til

bedriftens kostnadsstruktur. Dersom en bedrift skal kunne skape et varig og beholdt konkurransefortrinn er det også viktig at konkurrentene ikke kan imitere ressursen, gjennom enten å kopiere eller å substituere den. Hvis en bedrift evner å skape en ressurs som er ikke - imiterbar, vil bedriften kunne beholde konkurransefortrinn i lang tid. At en ressurs er mobilisert vil si at en bedrift benytter seg av ressursen og klarer å skape verdier på grunnlag av den. Dersom det er bedriften selv som beholder disse verdiene er ressursen approprierbar. Bedriften vil ikke kunne oppnå superrentabilitet dersom ingen av de fem kriteriene er oppfylt (Hill & Jones 2004).

Ved anvendelse av SVIMA analysen kartlegges bedriftens konkurransemessige ressurser og deretter undersøkes det om de fem betingelsene er til stede for hver av ressursene. Analysen vil gi et utfall som viser hvilken type fortrinn en bedrift har. Dersom alle bedriftene i bransjen har ressursen foreligger det et **paritetsfortrinn**. Et **trivielt fortrinn** oppnås dersom ressursen er sjelden, men ikke viktig for omgivelsene. Hvis det er enkelt for andre bedrifter å imitere ressursen, har bedriften et **midlertidig fortrinn**. **Potensielle fortrinn** er fortrinn som ikke er mobilisert, men som kan bli et varig fortrinn dersom bedriften klarer å mobilisere ressursen. En ressurs kan også være et **varig, ikke beholdt fortrinn** dersom andre kaprer verdien. Det beste for bedriften er imidlertid et **varig og beholdt fortrinn**. Etter å ha utført en SVIMA analyse velger en bedrift å utvikle de ressursene som gir varige fortrinn. Det vil si de ressursene som er både sjelden, viktig, ikke - imiterbar og mobilisert (Hill & Jones 2004).

## Odfjell

Odfjell fokuserer på kvalitet og kundespons, i stedet for kostnadseffektivitet ([www.odfjell.no](http://www.odfjell.no)). Dette gjør Odfjell ved blant annet å tilby spesialtilpassete tjenester til sine kunder. Et eksempel på dette er at Odfjell tar hensyn til og etterkommer kundenes behov for hurtig levering i regionaltransporten. Odfjell har også strategisk godt plasserte tankterminaler med tanke på utviklingen i etterspørselen (jamfør PESTEL) i nye og eksisterende markeder, blant annet i Singapore og Rotterdam. Det vil imidlertid også være viktig å hele tiden følge med i utviklingen av tjenestetilbud og innovasjon i markedet, for ikke å bli hengende etter konkurrentene i utviklingen. Ut fra gjennomgang av Odfjells årsrapporter og hjemmesider fremkommer det at viktige ressurser for å kunne satse på kvalitet og kundespons er merkenavn (relasjonsbasert), tankterminaler (fysisk), humankapital (kompetansebasert) og kapital (finansiell).

## **Merkenavn**

Odfjell har et sterkt merkenavn som er opparbeidet gjennom over 90 år i bransjen. Dette har Odfjell oppnådd ved å bevisst satse på kvalitet, troverdighet, effektivitet, miljø og sikkerhet. Merkenavnet har størst betydning overfor produsentene og samarbeidspartnere, og ikke overfor meglerne. For meglerne vil trolig ikke merkenavn være av stor betydning for deres handleprosess. De fokuserer trolig heller på fraktrater og på å tilfredsstille de spesifikasjoner de får fra produsentene (Shipping ABC). Flere av konkurrentene har gode merkenavn blant annet Stolt – Nielsen og JO Tankers. For potensielle inntrengere vil det være en vanskelig og tidkrevende prosess å opparbeide seg et merkenavn. Som følge av dette er merkenavn en sjelden ressurs. Merkenavn er en viktig ressurs fordi det gir en gjenkjennelseeffekt, noe som er gunstig da tjenestene som tilbys i kjemikalietankbransjen er så å si like. På kort sikt er det lite sannsynlighet for at merkenavn kan imiteres, men som alt annet kan også merkenavn imiteres på lengre sikt. Resultatet blir at ressursen er imiterbar. På kort sikt er imidlertid dette lite sannsynlig. Odfjell bruker Odfjell navnet og logoen i markedsføring for å skaffe kunder og samarbeidspartnere. På denne måten oppnår de verdier på grunnlag av denne ressursen, og dermed er merkenavn mobilisert. Dersom Odfjell får solgt tjenestene på bakgrunn av merkenavnet, vil det være Odfjell selv som sitter igjen med mesteparten av gevinsten av ressursen merkenavn. Verdien av merkenavnet tilfaller Odfjell selv, og er dermed også appropriert. På grunnlag av analysen, er vår konklusjon at merkenavnet vil være et midlertidig fortrinn.

## **Tankterminaler**

Odfjell var tidlig ute med å skaffe seg egne tankterminaler samtidig som de ble medeier i en rekke tankterminaler, dette skapte mer fleksible løsninger for kunden og dermed høyere kvalitet. Ved at Odfjell i tillegg til transport også tilbyr lagring av kjemikalier, øker det effektiviteten til flåten. Når effektiviteten øker reduseres tiden skipene må ligge ved kai, og dermed synker de totale kostnadene. Økt effektivitet er noe kundene verdsetter, dette vil dermed kunne gi Odfjell et fortrinn fremfor konkurrentene. Dette må derfor kunne sees på som en verdifull og viktig ressurs for Odfjell. Om denne ressursen også er sjelden, kommer an på om det også finnes andre bedrifter i bransjen som har det samme tilbudet (med tanke på kombinert transport - og terminaldrift). Kun et fåtall av kjemikalietankrederiene har denne kombinasjonen, deriblant Odfjell, Stolt – Nielsen og Broström. Dermed vil kombinert transport – og terminaldrift være en sjelden ressurs. Det å investere i tankterminaler vil være



kapitalkrevende, dermed vil det være vanskelig for potensielle inntrengere med kapitalbegrensninger å investere i dette. Uansett vil det være vanskelig for en bedrift å foreta en så stor investering som dette vil innebære. En mulighet for bedrifter uten kombinert transport – og terminaldrift, vil være å inngå samarbeidsavtaler med bedrifter som eier tankterminaler. Dette vil imidlertid innebære at bedriftene som inngår samarbeidsavtaler ikke får hele verdien selv. På grunnlag av kapitalbegrensninger og begrenset gevinst ved inngåelse av samarbeidsavtaler med hensyn til tankterminaler, vil ressursen være ikke - imiterbar. Tankterminalene bidrar til økt effektivitet og lavere kostnader, dette vil skape verdier som i stor grad tilfaller Odfjell. Kundene kan kapre deler av denne verdien i form av forhandlingsmakt og presse Odfjell på pris. Men vi anser likevel at Odfjell sitter igjen med størsteparten av verdien. Ressursen er med andre ord både mobilisert og appropriert. Tankterminaler er altså et varig og beholdt fortrinn.

### **Humankapital**

Gjennom sin lange fartstid i bransjen har Odfjell skaffet seg gode kunnskaper, erfaringer og dyktige medarbeidere. Odfjell var tidlig ute med å ta inn ekstern ledelse av virksomheten sammenliknet med sine konkurrenter som beholdt på familieledelse i lang tid, enkelte helt frem til 1990 – tallet. Det er ingen tvil om at dette er en viktig ressurs ettersom det er de ansatte som skaper det meste av verdiene. Hvor sjelden ressursen er kommer an på om også konkurrentene (Stolt – Nielsen og Broström) har skaffet seg de samme fordelene med hensyn til kunnskap, erfaring og dyktige medarbeidere. Det vil være nærliggende å anta at både Stolt – Nielsen og Broström har opparbeidet seg de samme fordelene, fordi de også har vært lenge i bransjen. Dermed kan vi si at ressursen ikke er sjelden. De bedriftene i kjemikalietankbransjen som ikke har ressursen, vil kunne imitere den, ved å enten kapre medarbeidere fra konkurrerende selskaper ved å tilby bedre betingelser eller ved å finne egnede kandidater i arbeidsmarkedet. Det vil likevel ikke være mulig å skaffe seg arbeidstakere med de samme kunnskapene og erfaringene på kort sikt, ressursen er derfor ikke – imiterbar på kort sikt. Odfjell vil beholde størstedelen av verdiskapningen fra denne ressursen, fordi erfarne medarbeidere med gode kunnskaper vil ta riktige og lønnsomme beslutninger. Ressursen er dermed mobilisert og appropriert. Humankapital gir med andre ord opphav til et paritetsfortrinn.

## Kapital

En stor kapitalbase er med på å muliggjøre fremtidige investeringer. Odfjell har denne ressursen, og vil kunne dra nytte av den i fremtidige investeringer i skip og terminaler. Høy egenkapitalandel gjør at Odfjell blir oppfattet som solid, dette letter muligheten til å oppta lån. Odfjell tar del i den maritime klyngen i Norge. I denne klyngen finner vi også to av verdens ledende shippingbanker, Nordea og DnB NOR, dette gjør finansiering og kapitaltilgang lettere (Shipping ABC). Det å være en del av den maritime klyngen blir bare en fordel overfor internasjonale konkurrenter uten base i Norge. Kapitalressursen vil også være viktig i forhold til å beholde markedsposisjonen i kjemikalietankbransjen (jamfør figur 1.1) i fremtiden. Flere av de største konkurrentene har den samme tilgangen til kapital, ressursen er derfor ikke sjelden. Ettersom det tar tid å skaffe seg kapital, for eksempel ved en emisjon på børsen, vil denne ressursen ikke enkelt kunne imiteres på kort sikt. Odfjell anvender kapitalen blant annet til utbedring av skip og terminaler, nyinvesteringer og til miljø og sikkerhetstiltak. Ressursen er derfor mobilisert. Siden Odfjell drar nytte av kapitalen er den også appropriert. Kapital er med andre ord et paritetsfortrinn.

## 3.8 Fremtidsutsikter

Norsk økonomi har de siste årene opplevd en sterk vekst i produksjon og sysselsetting. Etter fire år med konjunkturoppgang fortsatte produksjonen å øke i høyt tempo i 2. kvartal i år (2007), men med avtagende vekst ([www.ssb.no](http://www.ssb.no)). For fremtiden derimot ser det ut til at den kraftige veksten ikke vil vedvare. Dette skyldes blant annet problemene vi har sett i kredittmarkedet i USA, vedrørende subprime lån og nedgang i omsetningshastighet på boliger. Dersom denne nedgangen sprer seg til realøkonomien vil redusert amerikansk etterspørsel og nedgangskonjunktur også ramme verdensøkonomien. Det asiatiske og latinamerikanske markedet er derimot fortsatt i en oppgangskonjunktur, og det foreligger i dag ingen tegn til endring ([www.ssb.no](http://www.ssb.no)). Siden Odfjell satser sterkt i begge disse markedene, vil de trolig ikke bli rammet like hardt av en nedgang i den amerikanske økonomien. Odfjell har i dag kontrakter på levering av over 20 skip, deriblant flere kjøpsopsjoner. (Eksempelvis kjøpsopsjon på Bow Santos som de har hatt timesharter på siden 2004). I forbindelse med en eventuell internasjonal nedgangskonjunktur er det tvilsomt at de vil få behov for hele denne kapasiteten. På den andre siden kan det til Odfjell sitt forsvar sies at det er behov for stadige utskiftninger i porteføljen av skip. Kjøpsopsjoner vil være en måte å tilpasse seg til

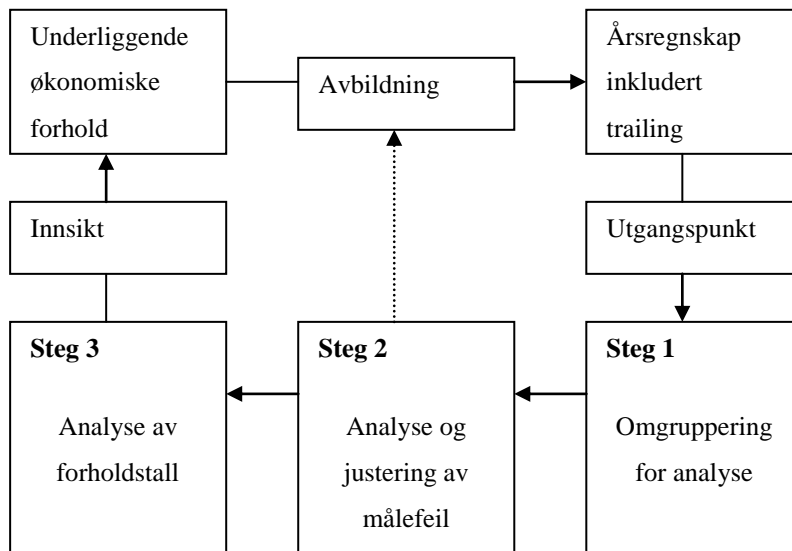
eventuelle endrede etterspørselsforhold. Dermed vil Odfjell til en viss grad kunne sikre seg mot å sitte igjen med en for stor andel ledig kapasitet og høye faste kostnader.

Den strategiske analysen vi har foretatt viser at Odfjell trolig kan forvente en høyere inntjening enn bransjen i nærmeste fremtid ved utnyttelse av logistikkressursene, som springer ut fra tankterminalene og rustfrie stålskip. Odfjell vil også kunne bygge videre på merkenavnet sitt, for på den måten klare å oppnå en varig og beholdt ressurs.

Analysen tyder også på at det ikke foreligger en stor trussel med hensyn til potensielle inntrengere. Forhandlingsmakten ligger hovedsakelig hos bedriftene i bransjen, men kundene vil kunne ha noe innflytelse i forbindelse med inngåelse av langsiktige kontrakter. Den største trusselen vil helt klart være muligheten for at den foreslåtte skattereformen for rederier blir gjennomført. Blir denne skatten innført vil flere selskaper få signifikant lavere egenkapital og dermed reduseres investeringsmulighetene. Odfjell er et av de selskapene med høyest skattegjeld (utsatt skatt) og får dermed en av de største belastningene. Dette må derimot settes opp mot inntjeningen i selskapet. Ettersom inntjeningen i Odfjell er svært høy vil ikke belastningen på 1,2 milliarder norske kroner forringe egenkapitalen i like stor grad som for mange av konkurrentene.

## 4. Strategisk regnskapsanalyse

I denne delen av utredningen gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse. Figur 1.6 viser fremgangsmåten.



Figur 1.6 Oversiktsmodell regnskapsanalyse

Først presenteres resultatregnskapet og balansen til Odfjell slik som de fremkommer i årsrapporten (tabell 1.1). Alle tall er oppgitt i USD 1000. Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i disse. Basert på dette utarbeides trailing, deretter gjennomføres en omgruppering og justering av rapporterte tall. Til slutt analyseres forholdstall som vil gi innsikt om de underliggende økonomiske forhold i Odfjell.

<b>RESULTATREGNSKAP</b>						
<b>År</b>	<b>2007 - T</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
(USD 1000)						
<b>DRIFTSINNT OG KOST</b>						
Inntekt globale transporttjenester				703 042	609 353	592 132
Inntekt regionale transporttjenester		938 579	915 337	111 062	130 039	118 954
Inntekt fra tankterminaler	1 153 478	149 899	129 510	129 743	118 121	95 908
Inntekt fra containervirksomhet	-	-	-	57 342	49 751	39 358
Nettoinntekt fra samarbeidspartnere	-	60	101	-	-	-
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 153 478</b>	<b>1 088 538</b>	<b>1 044 948</b>	<b>1 001 189</b>	<b>907 264</b>	<b>846 352</b>
Kostnader linjefart	(351890)	(360890)	(340905)	(341943)	(320810)	(278800)
Kostnader timesharter	(146782)	(144782)	(156354)	(158105)	(166059)	(189924)
Andre driftskostnader	(262061)	(238061)	(219577)	(207951)	(188738)	(169421)
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>(760733)</b>	<b>(743733)</b>	<b>(716836)</b>	<b>(707999)</b>	<b>(675607)</b>	<b>(638145)</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>392 745</b>	<b>344 805</b>	<b>328 112</b>	<b>293 190</b>	<b>231 657</b>	<b>208 207</b>
Verdiregulering	-	-	9 000	-	-	-
<b>Driftsresultat etter verdireg</b>	<b>392 745</b>	<b>344 805</b>	<b>337 112</b>	<b>293 190</b>	<b>231 657</b>	<b>208 207</b>
Generelle og adm kostnader	(90600)	(84600)	(64449)	(98958)	(61584)	(49234)
Avskrivninger	(123681)	(118681)	(107449)	(97790)	(89948)	(87016)
Nedskrivninger	-	-	-	-	(2417)	-
Gevinst ved salg av anleggsmidler	10 000	14 644	14 210	9 291	(15)	521
<b>Driftsresultat</b>	<b>188 464</b>	<b>156 168</b>	<b>179 424</b>	<b>105 733</b>	<b>77 693</b>	<b>72 478</b>
<b>FINANSINNT OG FINANSKOST</b>						
Renteinntekter	13 568	10 568	7 892	4 303	4 647	9 215
Rentekostander	(65333)	(53333)	(36206)	(30565)	(27408)	(34799)
Andre finansposter	-	(631)	(1372)	(729)	(358)	(1161)
Valutegevinst	(1000)	2 114	1 783	17 649	29 796	14 768
<b>Netto finansposter</b>	<b>(52765)</b>	<b>(41282)</b>	<b>(27903)</b>	<b>(9342)</b>	<b>6 677</b>	<b>(11977)</b>
<b>resultat før skattekostnad</b>	<b>135 699</b>	<b>114 886</b>	<b>151 521</b>	<b>96 391</b>	<b>84 370</b>	<b>60 501</b>
Skattekostnad ordinært resultat	(7681)	1 056	(18628)	(10723)	(7175)	(14977)
<b>Skatt</b>	<b>(7681)</b>	<b>1 056</b>	<b>(18628)</b>	<b>(10723)</b>	<b>(7175)</b>	<b>(14977)</b>
Ekstraordinære poster	-	-	-	-	(60246)	-
Skatt ekstraordinære poster	-	-	-	-	5 017	-
<b>Ekstraord poster es</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(55229)</b>	<b>-</b>
<b>Nettores diskont virks</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4 376</b>			
<b>Årets resultat</b>	<b>128 018</b>	<b>115 942</b>	<b>137 269</b>	<b>85 668</b>	<b>21 966</b>	<b>45 524</b>
<b>Tilordnet</b>						
Minoriteten	-	-	777	(157)	104	(76)
Aksjonærer	128 018	115 942	136 492	85 511	22 070	45 448

<b>BALANSE</b>						
(USD 1000)						
<b>År</b>	<b>2007 - T</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
<b>EIENDELER</b>						
<b>Anleggsmidler</b>						
<i>Immaterielle eiendeler</i>						
Utsatt skattefordel	-	-	-	-	-	-
Goodwill	10 000	10 327	9 470	8 261	10 344	15 318
<b>Sum</b>	<b>10 000</b>	<b>10 327</b>	<b>9 470</b>	<b>8 261</b>	<b>10 344</b>	<b>15 318</b>
<i>Varige driftsmidler</i>						
Eiendommer	29 914	27 856	27 368	24 172	20 594	13 802
Skip	1 473 000	1 362 028	1 218 923	1 070 858	997 694	968 731
Nybyggingskontrakter	39 000	61 792	102 329	36 024	24 217	10 789
Tankterminaler	386 000	340 188	286 292	305 945	292 908	261 506
Tank containere	-	-	-	25 106	20 951	18 370
Investering i samarbeidsprosjekter	1 000	1 299	1 241	-	-	-
Kontorutstyr og biler	10 086	9 392	8 642	10 381	7 326	7 348
Andre langsiktige fordringer	3 000	2 078	1 746	4 383	6 246	18 609
<b>Sum</b>	<b>1 942 000</b>	<b>1 804 633</b>	<b>1 646 541</b>	<b>1 476 869</b>	<b>1 369 936</b>	<b>1 299 155</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>1 952 000</b>	<b>1 814 960</b>	<b>1 656 011</b>	<b>1 485 130</b>	<b>1 380 280</b>	<b>1 314 473</b>
<b>Omløpsmidler</b>						
<i>Fordringer, aksjer og likvide midler</i>						
Kortsiktige fordringer	136 000	113 670	94 019	95 415	82 648	75 578
Kasse- og bankbeholdninger	152 000	165 287	108 840	112 424	114 895	91 703
Bunkers og andre lagre	14 000	16 496	16 083	11 414	10 911	9 816
<b>Sum</b>	<b>302 000</b>	<b>295 453</b>	<b>218 942</b>	<b>219 253</b>	<b>208 454</b>	<b>177 097</b>
<i>Investeringer</i>						
Aksjeinvesteringer	-	-	-	-	-	109
Markedsbaserte investeringer	58 000	77 137	81 013	-	-	-
Derivater	4 000	1 675	-	-	-	-
Obligasjoner og sertifikater	-	-	-	120 745	88 293	138 217
<b>Sum</b>	<b>62 000</b>	<b>78 812</b>	<b>81 013</b>	<b>120 745</b>	<b>88 293</b>	<b>138 326</b>
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>364 000</b>	<b>374 265</b>	<b>299 955</b>	<b>339 998</b>	<b>296 747</b>	<b>315 423</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>2 316 000</b>	<b>2 189 225</b>	<b>1 955 966</b>	<b>1 825 128</b>	<b>1 677 027</b>	<b>1 629 896</b>

<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>						
<b>Egenkapital</b>						
<i>Innskutt egenkapital</i>						
Selskapskapital	29 495	29 425	29 425	29 425	29 425	31 099
Egne aksjer	(1126)	(1123)	-	-	-	(1674)
Overkursfond	53 631	53 504	109 955	109 955	109 955	109 955
<b>Sum</b>	<b>82 000</b>	<b>81 806</b>	<b>139 380</b>	<b>139 380</b>	<b>139 380</b>	<b>139 380</b>
<i>Opptjent egenkapital</i>						
Fond for verdiendring	-	-	-	-	-	-
Annen egenkapital	687 000	564 379	514 362	433 461	391 361	395 721
<b>Sum</b>	<b>687 000</b>	<b>564 379</b>	<b>514 362</b>	<b>433 461</b>	<b>391 361</b>	<b>395 721</b>
Minoritetsinteresser	6 000	5 517	-	4 107	3 951	3 984
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>775 000</b>	<b>651 702</b>	<b>653 742</b>	<b>576 948</b>	<b>534 692</b>	<b>539 085</b>
<b>GJELD</b>						
<i>Langsiktig gjeld og langsiktige forpliktelser</i>						
Utsatt skatt	23 632	23 227	34 397	25 047	18 689	19 080
Pensjonsforpliktelser	17 666	17 363	14 172	6 097	5 603	4 348
Langsiktig gjeld	1 260 000	1 181 804	941 740	1 026 341	943 629	957 338
Annen langsiktig gjeld	2 702	2 656	18 029	25 300	33 900	-
<b>Sum</b>	<b>1 304 000</b>	<b>1 225 050</b>	<b>1 008 338</b>	<b>1 082 785</b>	<b>1 001 821</b>	<b>980 766</b>
<i>Kortsiktig gjeld og kortsiktige forpliktelser</i>						
Betalbar skatt	1 887	3 158	5 468	3 202	2 798	2 857
Skyldig offentlige avgifter	3 288	5 503	6 238	6 351	3 907	3 293
Derivater	1 000	1 696	1 311	-	-	-
Kortsiktig rentebærende gjeld	119 000	111 582	95 558	-	-	-
Avsatt utbytte	33 455	56 000	38 500	28 712	32 464	24 948
Annen kortsiktig gjeld	80 371	134 533	146 811	127 131	101 347	78 946
<b>Sum</b>	<b>239 000</b>	<b>312 472</b>	<b>293 886</b>	<b>165 396</b>	<b>140 516</b>	<b>110 044</b>
<b>SUM GJELD</b>	<b>1 543 000</b>	<b>1 537 522</b>	<b>1 302 224</b>	<b>1 248 181</b>	<b>1 142 337</b>	<b>1 090 810</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>2 318 000</b>	<b>2 189 224</b>	<b>1 955 966</b>	<b>1 825 129</b>	<b>1 677 029</b>	<b>1 629 895</b>

Tabell 1.1 Resultatregnskap og balanse for Odfjell

## 4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Her foretas en investororientert regnskapsanalyse basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Odfjell er delt opp i ulike virksomhetsområder: tankterminaler, tankcontainere og skipsfart. Det optimale ville vært å analysere det enkelte virksomhetsområdet hver for seg, for deretter å finne samlet verdi av selskapet. Av praktiske årsaker er det valgt å analysere selskapet på konsernnivå og ikke hvert forretningsområde hver for seg. Dette valget bygger blant annet på lite fullstendig regnskapsinformasjon både i Odfjell, Stolt – Nielsen og Broström sine årsrapporter.

Når det gjelder valg av analyseperiode avhenger dette av hvor stabil virksomheten har vært over tid. Odfjell avsluttet i 2004/5 samarbeidet om tankcontainere med Hoyer GmbH, og dermed kan det diskuteres om kravet til stabilitet er opprettholdt. Odfjells virksomhet har likevel vært ganske stabil ettersom tankcontainere bare utgjorde en liten andel (USD 2 096 000 i forhold til total EBIT på 105 733 000) av total virksomhet. Analyseperioden settes til 6 år av praktiske og tidsmessige årsaker.

For å kunne si noe mer om utviklingen bør ulike forholdstall sammenliknes med forholdstall for komparative bedrifter. Komparative bedrifter vil være bedrifter som har homogen eller liknende drift. Stolt – Nielsen og Broström benyttes som komparative bedrifter. Det viste seg å være vanskelig å få tilgang til regnskapstall fra Tokyo Marine og JO Tankers, derfor utelates disse. Ettersom bransjen består av et fåtall store og mange små aktører, vil utvalget av komparative bedrifter ikke være helt representativt for kjemikalietankbransjen som helhet. Når bare store aktører benyttes som referanse, vil dette gi seg utslag i analysene når vi Odfjell sammenliknes med bransjen. Analysen viser at Odfjell gjør det dårligere enn bransjen enkelte år, selv om dette sikkert ikke alltid vil være tilfelle dersom alle bedriftene i kjemikalitankbransjen hadde blitt inkludert i bransjetallene.

Omgruppering av finansregnskapet vil være utgangspunktet for en investororientert analyse. Etter dette benyttes notene i årsrapportene for å avdekke eventuelle målefeil som må tas hensyn til og justeres for. Deretter analyseres forholdstall basert på det omgrupperte og justerte årsregnskapet. Utviklingen av Odfjells nøkkeltall analyseres over tid og sammenliknes med tall for bransjen.



Utgangspunktet i regnskapsanalysen er årsrapportene fra 2002 til 2006, inkludert trailing basert på første og andre kvartal for 2007. Trailing resultat fremkommer som resultatet for de fire siste tilgjengelige kvartalene det vil si tredje og fjerde kvartal i 2006 og første og andre kvartal i 2007. I trailing resultatet justeres det for unormale poster i de to siste kvartalene i 2006. Dette gjøres fordi unormale poster i året før sjelden vil være gode estimer for kommende kvartaler. De aktuelle justeringene som er foretatt er at det er trukket ut inntekt fra tilknyttet selskap og gevinst ved salg av driftsmidler. Det er også justert for andre finansposter og valutagevinst, som klassifiseres som unormale siden dette er poster som varierer mye over tid og som derfor er vanskelig å predikere. For å finne skattekostnaden i trailingåret, beregnes effektiv skattesats ved hjelp av formelen:  $ess = SK / (RFS - NRT)$ , hvor  $ess$  er den effektive skattesatsen,  $SK$  er skattekostnaden,  $RFS$  tilsvarende resultat før skatt og  $NRT$  er nettoresultat tilknyttet virksomhet. Skattekostnaden i trailingåret beregnes som effektiv skattesats multiplisert med resultat før skatt i trailingåret fratrasket nettoresultat fra tilknyttet virksomhet.

I balansen vil trailingen være basert på den siste kjente balansen. Trailing balanse vil derfor være balansen for andre kvartal 2007. Kvartalsrapporten er mindre detaljert enn balansen for 2006 ved at mange poster er slått sammen til en samlepost. For å få en fullstendig trailing balanse er derfor de sammenslåtte balansepostene i kvartalsrapporten stykket opp. Deretter har vi fordelt de ulike postene ved å anta samme prosentvise fordeling som året før (2006). Trailing resultat og balanse er gjengitt i vedlegg 1 og 2. Regnskapstallene fra 2002 til og med 2003 er rapportert i samsvar med god regnskapsskikk (NGRS). Fra og med 2004 derimot er regnskapstallene rapportert i samsvar med de internasjonale regnskapsstandardene (IFRS).

Vi har valgt å ikke gjennomføre trailing for Stolt – Nielsen og Broström, siden tidsbruken ved å gjøre dette er stor i forhold til nytteverdien. Analysene våre vil heller ikke gi noe mer nøyaktig resultat dersom vi gjennomfører trailing på bransjetallene.

## 4.2 Omgruppering for analyse

Ved fundamental verdsettelse analyseres egenkapitalinvestorenes inntjening, dette gjøres ved å normalisere verdiskapning og utdeling. Omgruppering vil være nødvendig for kunne endre tallmaterialet fra å være kreditororientert til å bli investororientert. Både ved bruk av NGRS og IFRS er oppsettet kreditororientert. Dette kommer til syne ved at eiendelene er gruppert

etter likviditet og gjeld er gruppert etter forfallstidspunkt i balansen. I resultatregnskapet er det lagt vekt på om verdiskapningen er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld. Kontantstrømoppstillingen forklarer endring i kontantekvivalenter (BUS 424, Gjesdal).

Følgende fire steg er fulgt i omgrupperingen:

**Steg 1: Avsatt utbytte = egenkapital.** I årsrapportene til og med 2003 hvor det er rapportert etter NGRS, vil avsatt utbytte være klassifisert som kortsiktig rentefri gjeld. Avsatt utbytte er ikke gjeld fra eierens ståsted, siden disse er mottakerne av utbyttet. Denne posten bør derfor heller være en del av egenkapitalen. Avsatt utbytte er derfor omgruppert fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital. Fra og med 2004 benyttes IFRS, dette innebærer at selskapet ikke rapporterer avsatt utbytte og dermed er ikke omgruppering nødvendig. I regnskapene som er gjengitt i kapittel 4, er avsatt utbytte funnet i notene og inkludert.

**Steg 2: Dirty surplus = resultatelement.** Dirty surplus er enten føring av inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen eller manglende regnskapsføring, såkalt skjult dirty surplus. Dette vil være et brudd på kongruensprinsippet jamfør regnskapsloven § 4-3. Dirty surplus er lagt til årsresultatet for å få et fullstendig nettoresultat.

Tabell 1.2 viser beregning av endring i egenkapital. Endringer i egenkapitalen stemmer ikke helt overens med endring i egenkapital fra balansen til Odfjell. Dette kommer av unøyaktighet i Odfjells noter, jamfør årsrapportene. Differansen i 2005 skyldes i tillegg overgangen til IFRS, i 2006 påvirkes endring i egenkapital av ikke tidligere konsoliderte minoritetsinteresser. Endring i egenkapital i 2007 er basert på første og andre kvartal, unøyaktighetene her skyldes i hovedsak at de rapporterte tallene, jamfør kvartalsrapportene, er oppgitt i millioner USD i stedet for i tusen USD. Vi har i lang tid forsøkt å løse problemene med hensyn til endring i egenkapital, men vi har ikke funnet en bedre løsning enn å inkludere ulikhetene som andre endringer i egenkapital (vist i omgruppert resultatregnskap). Videre i analysen benyttes endring i egenkapital fra omgruppert balanse.

Odfjell	2007 - T	2006	2005	2004	2003	2002
Egenkapital 01.01	702 185	692 242	601 553	563 205	560 049	525 695
+ Årsresultat	101 000	115 941	128 268	85 511	22 069	45 449
+ "Dirty surplus"	13 815	17 799	23 437	(25 931)	(5 928)	32 908
- Betalt utbytte	(41 000)	(72 464)	(61 016)	(21 232)	(12 985)	(25 868)
+ Netto kapitalinnskudd	(2 000)	(51 333)	-	-	-	(18 135)
<b>Egenkapital 31.12</b>	<b>774 000</b>	<b>702 185</b>	<b>692 242</b>	<b>601 553</b>	<b>563 205</b>	<b>560 049</b>

Tabell 1.2 Endring egenkapital

**Steg 3: Normalt kontra unormalt.** Unormale poster er poster som fremkommer en eller et fåtall ganger i resultatregnskapet. Disse postene vil derfor være lite relevante for fremtiden og skilles derfor fra de normale postene. De unormale postene kan deles inn i ekstraordinære poster, diskontinuerlige og andre unormale poster. I Odfjell sine regnskapstall er det i 2003 en ekstraordinær post knyttet til brudd på konkurranselovgivning. En post er ekstraordinær dersom den er uvanlig, uregelmessig og vesentlig. Denne ekstraordinære kostnaden vil gi utslag i de videre analysene. Som følge av salg av containervirksomheten i 2004/5 oppstår en diskontinuerlig post. En slik post defineres som resultat fra virksomhet som skal avvikles eller selges. Andre unormale poster inkluderer dirty surplus, tap / gevinst ved salg av anleggsmidler og virksomhet, nedskrivninger, andre finansposter og valutagevinst. For å finne unormalt nettofinansresultat antas det en skattesats på 28 % og at alt dirty surplus er knyttet til driften. Det er også beregnet unormalt netto driftsresultat, her er driftsskattesatsen (dss) funnet ved å benytte formelen:  $dss = (SK - 0,28 \cdot (FR + UFR)) / (DR + UDR)$ . Hvor FR er finansresultat, UFR er unormalt finansresultat, DR er driftsresultat og UDR er unormalt driftsresultat. Den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) er beregnet som er gjennomsnittet av de årlige driftsskattesatsene.

**Steg 4: Drift kontra finansiering.** Det er ønskelig å skille mellom drift og driftsinvestering og finansiering og finansiell investering, for enklere å finne kildene til verdiskapning. Dette gjøres for å finne ut hvor stor avkastning Odfjell oppnår på driften og hvor mye finansieringen koster.

Omgruppert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm for Odfjell vil nå bli presentert.

<b>Omgruppert resultatregnskap</b>	<b>2007 -T</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Driftsinntekter	1 128 478	1 073 894	1 017 562	994 544	907 279	845 831
- Driftskostnader	(975014)	(947014)	(888734)	(904747)	(827139)	(774395)
= Driftsresultat egen virksomhet	153 464	126 880	128 828	89 797	80 140	71 436
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	26 377	21 807	22 142	15 434	14 793	6 622
<b>= Netto driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>127 087</b>	<b>105 073</b>	<b>106 686</b>	<b>74 363</b>	<b>65 347</b>	<b>64 814</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknytte virksomheter	-	-	-	-	-	-
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>127 087</b>	<b>105 073</b>	<b>106 686</b>	<b>74 363</b>	<b>65 347</b>	<b>64 814</b>
+ Netto finansinntekt	9 769	7 609	5 682	3 098	3 346	6 635
<b>= Nettoresultat sysselsatt kapital</b>	<b>136 856</b>	<b>112 682</b>	<b>112 368</b>	<b>77 461</b>	<b>68 693</b>	<b>71 449</b>
- Netto finanskostnad	(47040)	(38400)	(26068)	(22007)	(19734)	(25055)
- Netto minoritetsresultat	-	-	777	(157)	104	(76)
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>89 817</b>	<b>74 282</b>	<b>87 077</b>	<b>55 298</b>	<b>49 063</b>	<b>46 318</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	40 998	42 427	51 774	(13604)	(50222)	6 273
+ Unormalt netto finansresultat	(720)	1 068	296	12 182	21 195	9 797
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>130 095</b>	<b>117 776</b>	<b>139 146</b>	<b>53 875</b>	<b>20 036</b>	<b>62 387</b>
- Netto betalt utbytte	(43000)	(123797)	(61016)	(21232)	(12985)	(44003)
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>87 095</b>	<b>(6021)</b>	<b>78 130</b>	<b>32 643</b>	<b>7 051</b>	<b>18 384</b>
Andre endringer	13 175	15 964	12 559	5 705	(3895)	1 619
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>100 270</b>	<b>9 943</b>	<b>90 689</b>	<b>38 348</b>	<b>3 156</b>	<b>20 003</b>

<b>OMGRUPPERT BALANSE</b>	<b>2007- T</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 949 000	1 812 882	1 654 265	1 480 747	1 374 034	1 295 864
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	41 298	40 590	48 569	31 144	24 292	23 428
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>1 907 702</b>	<b>1 772 292</b>	<b>1 605 696</b>	<b>1 449 603</b>	<b>1 349 742</b>	<b>1 272 436</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	150 000	130 166	110 102	106 829	93 559	85 394
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	83 659	140 036	153 049	133 482	105 254	90 696
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>66 341</b>	<b>(9870)</b>	<b>(42947)</b>	<b>(26653)</b>	<b>(11695)</b>	<b>(5302)</b>
<b>NETTO DRIFTSEIENDELER</b>	<b>1 974 044</b>	<b>1 762 422</b>	<b>1 562 749</b>	<b>1 422 950</b>	<b>1 338 047</b>	<b>1 267 134</b>
EGENKAPITAL	802 455	702 185	692 242	601 553	563 205	560 049
MINORITETSINTERESSER	6 000	5 517	-	4 107	3 951	3 984
Langsiktig finansiell gjeld	1 262 702	1 184 460	959 769	1 051 641	977 529	957 338
- Finansielle anleggsmidler	3 000	2 078	1 746	125 128	94 539	156 935
<b>= Langsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>1 259 702</b>	<b>1 182 382</b>	<b>958 023</b>	<b>926 513</b>	<b>882 990</b>	<b>800 403</b>
Kortsiktig finansiell gjeld	121 887	116 436	102 337	3 202	2 798	2 857
- Finansielle omløpsmidler	214 000	244 099	189 853	112 424	114 895	91 703
<b>= Kortsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>(92113)</b>	<b>(127663)</b>	<b>(87516)</b>	<b>(109222)</b>	<b>(112097)</b>	<b>(88846)</b>
<b>= Netto finansiell gjeld</b>	<b>1 167 589</b>	<b>1 054 719</b>	<b>870 507</b>	<b>817 291</b>	<b>770 893</b>	<b>711 557</b>
<b>NETTO DRIFTSKAPITAL</b>	<b>1 976 044</b>	<b>1 762 421</b>	<b>1 562 749</b>	<b>1 422 951</b>	<b>1 338 049</b>	<b>1 275 590</b>

Tabell 1.3 Omgruppert resultat og balanse for Odfjell

I påfølgende avsnitt forklares de omgruppert postene i balansen. **Driftsrelaterte annleggsmidler:** utsatt skattefordel, goodwill, eiendommer, skip, nybyggingskontrakter, tankterminaler, tankcontainere, investering i samarbeidspartnere og kontorutstyr / biler.

**Langsiktig driftsrelatert gjeld:** utsatt skatt og pensjonsforpliktelser. **Driftsrelaterte omløpsmidler:** kortsiktige fordringer og bunkers og andre lagre. **Kortsiktig driftsrelatert gjeld:** skyldig offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld. **Egenkapital:** avsatt utbytte og egenkapital majoritet. **Langsiktig finansiell gjeld:** annen langsiktig gjeld og langsiktig gjeld. **Finansielle annleggsmidler:** andre langsiktige fordringer, aksjeinvesteringer og obligasjoner. **Kortsiktig finansiell gjeld:** betalbar skatt, derivater og kortsiktig rentebærende gjeld. **Finansielle omløpsmidler:** kasse og bank, markedsbaserte investeringer og derivater.

<b>Omgruppert kontantstrøm</b>	<b>2007 - T</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
Netto driftsresultat	127 087	105 073	106 686	74 363	71 275
+ Unormalt netto driftsresultat	40 998	42 427	51 774	(13604)	(50222)
- Økning i netto driftseiendeler	211 622	199 673	139 799	84 903	70 913
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>(43 536)</b>	<b>(52 174)</b>	<b>18 660</b>	<b>(24144)</b>	<b>(49860)</b>
+ Netto finansinntekter	9 769	7 609	5 682	3 098	3 346
+ Unormale netto finansinntekter	-	307	161	135	9
- Økning i finansielle eiendeler	(29 177)	54 578	(45 953)	28 118	(39204)
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>(4 590)</b>	<b>(98 835)</b>	<b>70 456</b>	<b>(49029)</b>	<b>(7301)</b>
- Netto finanskostnader	(47 040)	(38 400)	(26 068)	(22007)	(19734)
- Unormale netto finanskostnader	-	(714)	(1 081)	(586)	-
+ Økning i finansiell gjeld	83 693	238 790	7 263	74 516	20 132
- Netto minoritetsresultat (inkl. unormalt res.)	-	-	777	(157)	104
+ Økning i minoritetsinteresser	483	5 517	(4 107)	156	(33)
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>32 546</b>	<b>106 358</b>	<b>47 239</b>	<b>2 893</b>	<b>(6832)</b>

Tabell 1.4 Omgruppert kontantstrøm Odfjell

De samme stegene for omgruppering er fulgt for regnskapstallene til Stolt – Nielsen og Broström, med unntak av trailing. Dette er gjort for å få et best mulig sammenlikningsgrunnlag for våre analyser. Broströms rapporterte tall er oppgitt i svenske kroner. For å få et relevant sammenlikningsgrunnlag er alle tall omgjort i USD. I resultatregnskapet er det benyttet gjennomsnittlig SEK/USD i det aktuelle året, og i balansen benyttes kursen per 31.12 det aktuelle året. I årsrapporten til Stolt – Nielsen rapporteres det ikke fullstendige tall for Stolt – Nielsen Transportationgroup alene. Stolt – Nielsen Transportationgroup omfatter Stolt – Nielsens shippingvirksomhet og tankterminaler, denne utgjør rundt 50 % av rapporterte tall fra konsernet (jamfør årsrapportene). Den videre analysen av Stolt – Nielsen er basert på dette estimatet. For Stolt – Nielsen er det i tillegg til de postene som er definert som unormale for Odfjell og Broström, trukket ut en del av

driftskostnaden i 2003 som unormal. Driftskostnaden er blitt redusert som følger av kostnader knyttet til rettssaker som blant annet kommer fra brudd på konkurranselovgivning. For å komme frem til reduksjonen i kostnadene, antas det at driftskostnadene har økt på lik linje med driftsinntektene. Driftsinntektene økte med 4 % mellom 2002 og 2003, og under denne forutsetningen vil driftskostnadene, eksklusive rettskostnader, øke tilsvarende.

## 4.3 Analyse og justering av målefeil

Hensikten med å analysere regnskapene til Odfjell og bransjen er å oppnå et best mulig bilde av underliggende økonomiske forhold. Regnskapene må derfor justeres for eventuelle målefeil. Det finnes tre ulike typer av målefeil; målefeil grunnet bruk av historisk kost fremfor virkelig verdi, målefeil grunnet dårlig måling i samsvar med NGRS og IFRS, og målefeil som skyldes kreativ regnskapsføring. Det er ønskelig at finansielle eiendeler og – gjeld skal justeres til virkelig verdi, og driftsrelaterte eiendeler og – gjeld skal justeres til korrekt historisk kost. I Odfjells årsrapporter er det ingenting som tyder på kreativ regnskapsføring, og Odfjells revisor bekrefter at årsregnskapet er utarbeidet i samsvar med lover og regler.

Etter en nøye gjennomgang av Odfjells årsrapporter vil det være hensiktsmessig å bare justere for målefeil knyttet til pensjonsforpliktelser. Grunnet begrenset informasjon er det ikke ønskelig å justere for flere poster. En annen årsak er at andre aktuelle justeringer ville hatt liten innvirkning på regnskapet. Det ville også kunne oppstå en fare for at justeringene skaper støy og virker mot sin hensikt.

Pensjonskrav er beregnet med utgangspunkt i pensjonsforpliktelsene både i Norge, Nederland og USA. Dette gjøres for å få ett mest mulig realistisk resultat ettersom Odfjell driver virksomhet i alle de nevnte landene. Pensjonskrav og pensjonsfondet bør være vurdert til virkelig verdi, pensjonskostnaden vil da fremkomme som endring i virkelig verdi i perioden. Odfjell har en betydelig ikke balanseført pensjonsgjeld, dette kommer som følge av smoothing. Smoothing oppstår dersom avkastingen på pensjonsfondet ikke er som forventet eller pensjonskravet er blitt endret som følge av estimatendring. Smoothing er en måte å unngå svingninger i resultatet, men det vil da ikke vises korrekte pensjonskostnader i resultatet. Tabell 1.5 viser hvilken innvirkning justeringene har på resultat og balanse.

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>Pensjon</b>						
<b>BALANSEN</b>						
Virkelig verdi pensjonskrav	75 767	69 382	59 617	24 838	21 869	14 011
Virkelig verdi pensjonsfond	57 345	44 946	43 281	19 697	18 209	13 215
<b>Netto pensjonskrav til virkelig verdi</b>	<b>18 422</b>	<b>24 436</b>	<b>16 336</b>	<b>5 141</b>	<b>3 660</b>	<b>796</b>
Ikke balanseført gjeld pga smoothing	(1 058)	(657)	(1 261)	(2 192)	(2 735)	(2630)
<b>Balanseført netto pensjonskrav</b>	<b>17 364</b>	<b>23 779</b>	<b>15 075</b>	<b>2 949</b>	<b>925</b>	<b>(1834)</b>
<b>Virkning på</b>						
Netto driftseiendeler før skatt	1 058	657	1 261	2 192	2 735	2 630
Utsatt skatt	296	184	353	614	766	736
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>1 354</b>	<b>841</b>	<b>1 614</b>	<b>2 806</b>	<b>3 501</b>	<b>3 366</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>1 354</b>	<b>841</b>	<b>1 614</b>	<b>2 806</b>	<b>3 501</b>	<b>3 366</b>
<b>Endring EK</b>		513	(773)	(1 192)	(695)	134
<b>RESULTATREGNSKAPET</b>						
<b>Virkning på</b>						
Unormalt driftsresultat	401	(604)	(931)	(543)	105	2 630
Endring utsatt skatt	112	(169)	(261)	(152)	29	736
<b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>289</b>	<b>(435)</b>	<b>(670)</b>	<b>(391)</b>	<b>76</b>	<b>1 894</b>

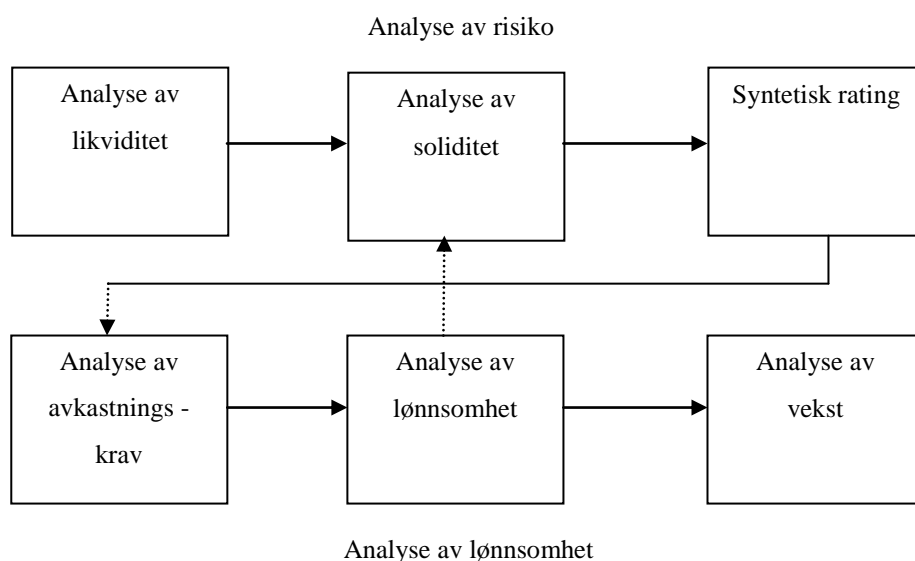
Tabell 1.5 Virkning av justering av pensjon på resultat og balanse

Virkningene av justeringen er tatt hensyn til videre i analysene, men det er ikke gjengitt spesifikt i et omgruppert og justert resultatregnskap og balanse. Det er ikke foretatt justering av målefeil for Stolt – Nielsen og Broström ettersom dette trolig ikke vil føre til store utslag i analysene. Dette kom frem gjennom justeringene foretatt på Odfjell angående justering for pensjons - forpliktelser, - fond og - kostnader.



## 4.4 Analyse av forholdstall

Det foretas nå to hovedtyper for forholdstallsanalyse, gitt ved risikoanalyse og lønnsomhetsanalyse, se figur 1.7. Analyse av likviditet og soliditet inngår i risikoanalysen. Som del i lønnsomhetsanalysen er det beregnet avkastningskrav for de ulike kapitalene. Deretter foretas en dekomponering for å finne kildene til rentabilitet. Det er benyttet normaliserte tall både i risiko og lønnsomhetsanalysen, selv om det optimalt sett skulle vært brukt ikke normaliserte tall i risikoanalysen.



Figur 1.7 Analyse av forholdstall

## 4.5 Likviditetsanalyse - analyse av risiko på kort sikt

Den kortsiktige risikoen analyseres ved hjelp av likviditetsanalyse. Her analyseres utvikling i likviditetsgrad 1 og 2, rentedekningsgrad og kontantstrømanalyse. Likviditetsanalysen fokuserer på risikoen på kort sikt og viser bedriftens evne til å betale gjeld etter hvert som den forfaller til betaling. Ved for lav likviditet vil bedriften få problemer med å betjene gjelden og dermed vil risikoen for konkurs øke.

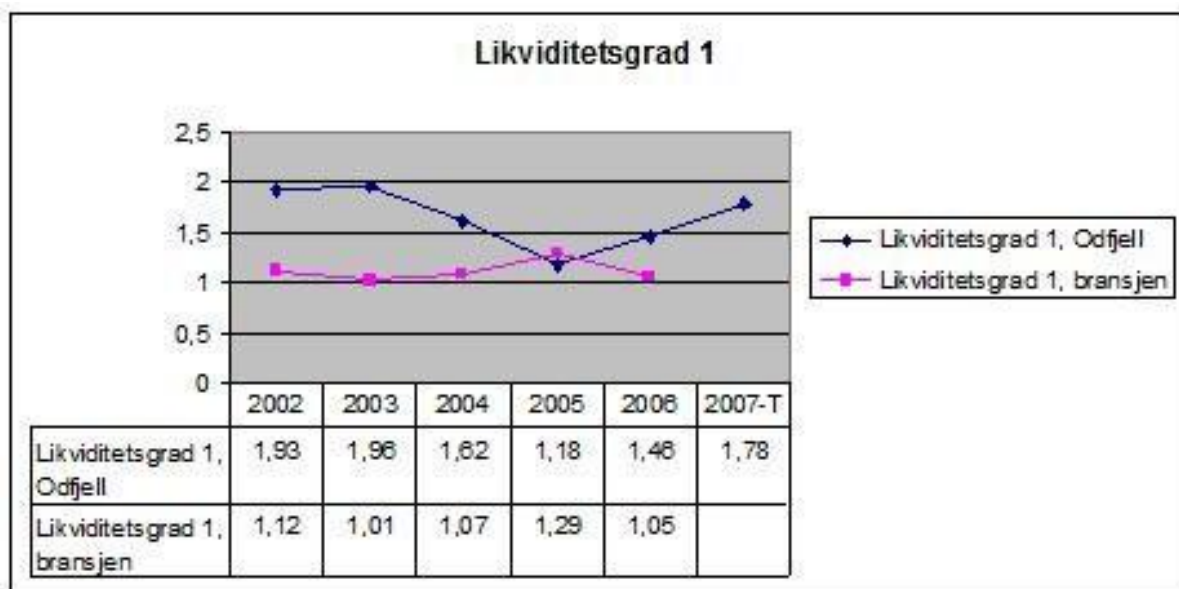
**Likviditetsgrad 1 og 2 (L1 og L2):** I følge en tommelfingerregel skal likviditetsgrad 1 og 2 være større enn henholdsvis 2 og 1. Likviditetsgrad 1 viser omløpsmidler dividert på gjeld med kort forfalltid. Likviditetsgrad 2 viser de mest likvide omløpsmidlene dividert på

kortsiktig gjeld. Odfjell sin likviditetsgrad 1 er i hele perioden over bransjesnittet og oppunder 2, med unntak av 2005. Dette året har Odfjell en lavere likviditet enn gjennomsnittet i bransjen. Utviklingen fra 2006 er imidlertid positiv for Odfjell men for bransjen som helhet derimot er det en markant negativ utvikling. Likevel har både bransjen og Odfjell en likviditetsgrad 1 over 1 i hele analyseperioden. Dette tilsier at de har god evne til å betjene den kortsiktige gjelden etter hvert som den forfaller. Likviditetsgrad 2 har sammenfallende utvikling som likviditetsgrad 1. Formlene for likviditetsgrad er gjengitt nedenfor.

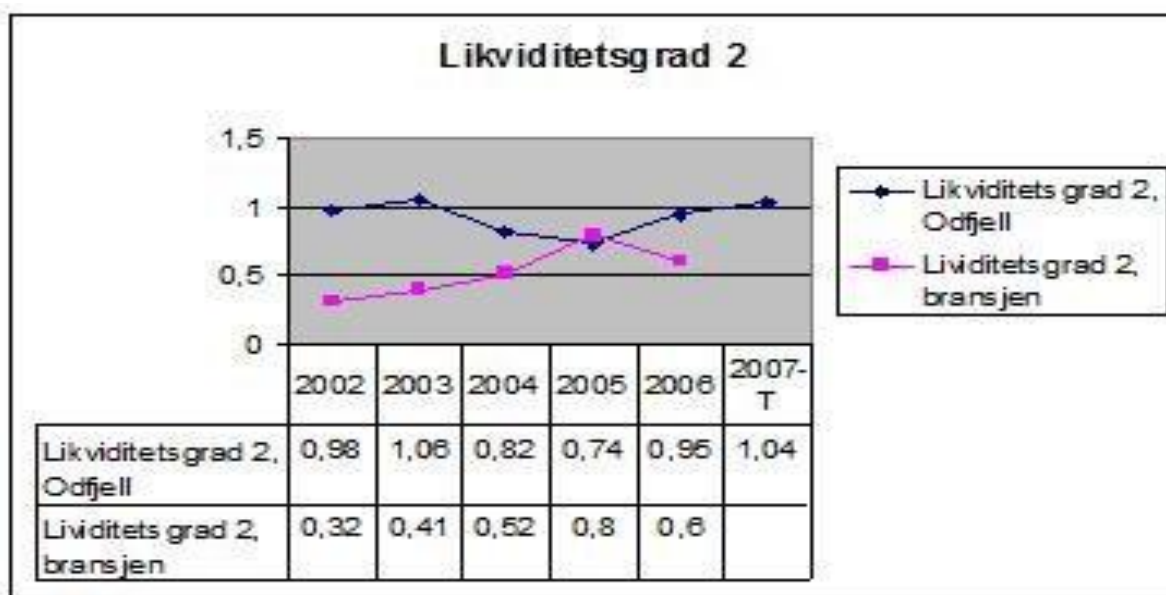
$$L1 = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

$$L2 = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

Hvor DOM er driftsrelaterte omløpsmidler, FOM er finansielle omløpsmidler, KDG er kortsiktig driftsrelatert gjeld og KFG er kortsiktig finansiell gjeld. Likviditetsgrad 1 og 2 er vist i henholdsvis figur 1.8 og 1.9.



Figur 1.8 Likviditetsgrad 1 Odfjell vs. bransjen

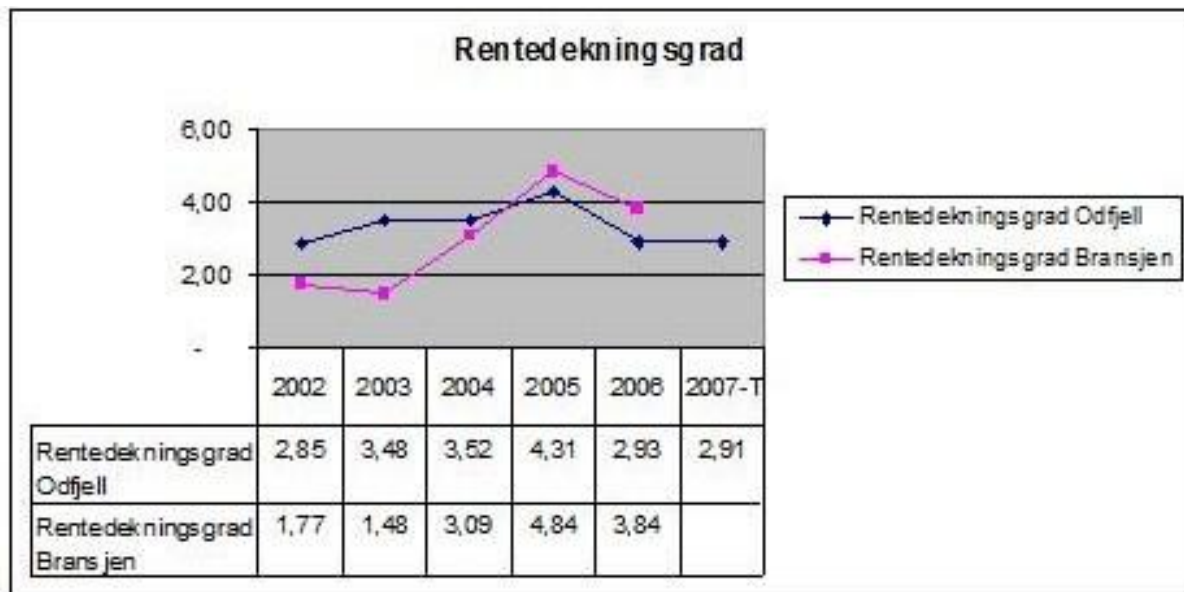


Figur 1.9 Likviditetsgrad 2 Odfjell vs. bransjen

**Rentedekningsgrad (rdg):** Dette forholdstallet beregnes ved å ta nettodriftsresultat (NDR) inkludert netto finansinntekt (NFI) dividert på netto finanskostnad (NFK). Forholdstallet viser hvor god evne bedriften har til å betjene finanskostnadene ved nettoresultatet til sysselsatt kapital. Med andre ord hvor god evne bedriften har til å betale renteforpliktelsene ved forfall. Et problem ved dette forholdstallet er at det ikke tar hensyn til betjening av avdrag, men bare inkluderer dekning av netto finanskostnad. Formel for rentedekningsgrad er gjengitt nedenfor.

$$rdg = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

Rentedekningsgraden til Odfjell ligger over bransjegjennomsnittet frem mot 2005. Etter dette er det en negativ trend og Odfjells rentedekningsgrad blir liggende marginalt under bransjegjennomsnittet, vist i figur 2.0. Dette har trolig en sammenheng med økning i finanskostnader (høyere rentenivå) fra 2006. Medianen for rentedekningsgrad på Oslo Børs med hensyn på shipping bransjen i perioden fra 1999 til 2004 er 1,727 (BUS424). Sammenliknet med denne medianen, har både Odfjell og de andre kjemikalietankrederiene har en god rentedekningsgrad.



Figur 2.0 Rentedekningsgrad Odfjell vs. bransjen

**Kontantstrømanalyse:** Kontantstrømpoppstillingen viser endring i likviditet for perioden. I forbindelse med risikoanalyse er det spesielt viktig å se på endringen i likviditet gitt ved endring i finansielle eiendeler. Det er også viktig å se på behovet for å ta opp finansiell gjeld, dette er gitt ved endringen i finansiell gjeld. Odfjell har en jevn økning i netto driftseiendeler i hele analyseperioden. Når det gjelder endring i finansielle eiendeler er denne svært skiftende og varierer fra reduksjon til økning fra år til år. Endringen i finansiell gjeld har vært positiv i analyseperioden, dette samsvarer godt med økte investeringer i netto driftseiendeler. Kontantstrømpoppstillingen er vist i tabell 1.4.

**Konklusjon analyse av kortsiktig risiko:** Analysene viser at Odfjell er godt rustet mot risiko på kort sikt. Odfjell har god likviditet og evner å betale gjeld ved forfall. Dette fremkommer ved likviditetsgrad 1 og 2 og rentedekningsgraden. Kontantstrømpoppstillingen viser at Odfjell har høye låneopptak, men samtidig har de gjennom analyseperioden en positiv kontantstrøm til egenkapitalen, med unntak av 2003.

## 4.6 Soliditetsanalyse – analyse av risiko på lang sikt

I soliditetsanalysen kartlegges det om bedriften har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap. Tap blir ført mot egenkapitalen og denne fungerer dermed som en sikkerhet mot fremtidige tap og konkurs. For å vurdere Odfjells soliditet analyseres utviklingen i

egenkapitalprosent og en statisk finansieringsanalyse settes opp for 2006.

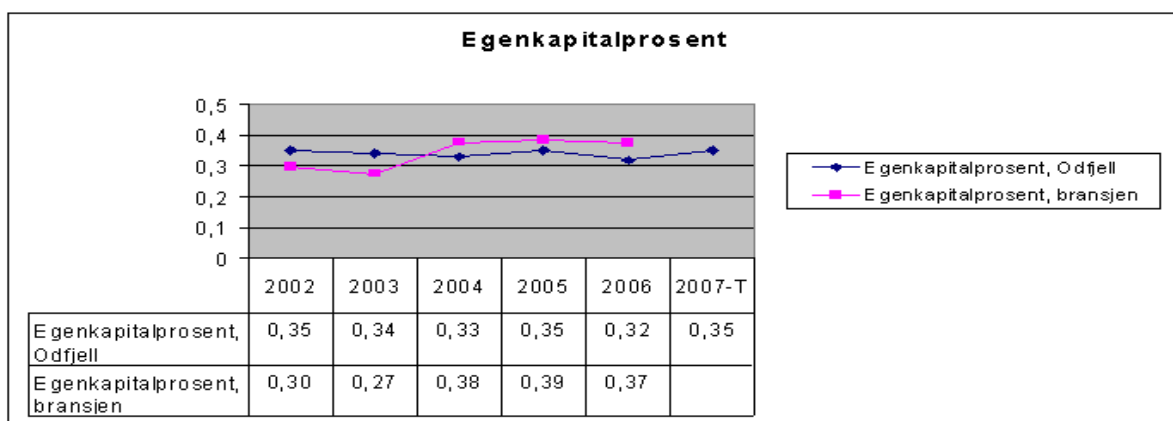
Egenkapitalprosenten sammenliknes også med bransjetallene.

**Egenkapitalprosent (ekp):** Egenkapitalprosenten beregnes ved å ta egenkapitalen (EK) og dividere på totalkapitalen (TK). Denne prosentandelen viser hvor mye av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og sier dermed noe om hvor solid bedriften er. I egenkapitalen kan også utsatt skatt inkluderes, siden denne kan sees på som en egenkapital fordi bedriften ikke må betale utsatt skatt dersom bedriften går med tap i fremtiden. Odfjell og Stolt - Nielsen har til nå ikke betalt skatt på tilbakeholdte midler, derfor har de en stor utsatt skatt. Med de nye beskatningsreglene for rederiene, skal nå den opptjente ubeskattete egenkapitalen (utsatte skatten) beskattes og betales tilbake over 10 år. Derfor inkluderes ikke den utsatte skatten som en del av egenkapitalen. Formel for egenkapitalprosent er gjengitt nedenfor.

$$ekp = \frac{EK}{TK}$$

Odfjells egenkapitalprosent ligger marginalt over bransjegjennomsnittet frem til 2004 (figur 2.1). Deretter synker Odfjells egenkapitalprosent sammenliknet med bransjen.

Egenkapitalprosenten til Odfjell er bare marginalt ulikt fra bransjens i hele perioden, dette tyder på at Odfjell har en relativt god soliditet.



Figur 2.1 Egenkapitalprosent Odfjell vs. bransjen

**Statisk finansieringsanalyse:** Matrisen, vist i tabell 1.6, viser hvordan eiendelene i selskapet er finansiert. Dersom langsiktige plasseringer er finansiert langsiktig, vil kapitalstrukturen være mindre risikabel. Dette kan sees ved at det brukes kort tid på å nå bunnen av matrisen (sett fra venstre til høyre). Den minst risikable finansieringskilden er egenkapital. Kortsiktig finansiell gjeld vil derimot være den mest risikable formen for finansiering. Odfjell har finansiert alle anleggsmidlene med langsiktig finansieringskilder, og at 90 % av de driftsrelaterte omløpsmidlene er finansiert langsiktig. Dette tyder på en sunn finansieringsstruktur. Odfjell har bare en liten andel av de driftsrelaterte – og finansielle omløpsmidlene finansiert ved kortsiktig gjeld.

<b>Kapitalstruktur 2006</b>							
	EK	Minoritet	LDG	LFG	KDG	KFG	sum
Driftsrelaterte anleggsmidler	702185	5517	40590	1064590			1812882
Finansielle anleggsmidler				2078			2078
Driftsrelaterte omløpsmidler				117792	12374		130166
Finansielle omløpsmidler					127662	116437	244099
sum	702185	5517	40590	1184460	140036	116436	2189224

Tabell 1.6 Odfjell sin kapitalstruktur 2006

**Konklusjon analyse av langsiktig risiko:** Analysene viser at Odfjell ikke er veldig eksponert for langsiktig finansiell risiko og har en god soliditet.

### Syntetisk rating

Ved syntetisk rating klassifiseres bedriften i en risikoklasse basert på forholdstallsanalyse. Det er tatt utgangspunkt i Standard & Poor's ratingklasser. Tabellen det er tatt utgangspunkt i er tilpasset norske forhold og er gjengitt på forelesningsnotatene til BUS424. Forholdstallene som inngår i ratingen er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Det er foretatt rating for hele analyseperioden og deretter er det beregnet en gjennomsnittlig rating på BBB. Denne ratingen innebærer at Odfjell har en sannsynlighet på 0,37 % for å gå konkurs innen ett år. I tabell 1.7 fremkommer resultatene. Den syntetiske ratingen blir brukt videre til å finne premie for kredittrisiko.

Syntetisk rating	2006			2005			2004			2003		
	Forholdst	Rating	Vekting	Forholdst	Rating	Vekting	Forholdst	Rating	Vekting	Forholdst	Rating	Vekting
L 1	1,46	BBB	7	1,18	BB	6	1,62	BBB	7	1,96	BBB	7
Rentedekn	2,93	A	8	4,31	A	8	3,52	A	8	3,48	A	8
Ekprosent	0,32	BB	6	0,35	BB	6	0,33	BB	6	0,34	BB	6
Ndrentabilitet	0,07	BBB	7	0,07	BBB	7	0,06	BB	6	0,05	B	5
Gj.snitt		BBB	7		BBB	6,75		BBB	6,75		BB	6,5
<b>Totalt</b>		<b>BBB</b>										

Tabell 1.7 Syntetisk rating for Odfjell

## 4.7 Analyse av avkastningskrav

Avkastningskrav for de ulike formene for kapital er beregnet for å kunne vurdere avkastningen for Odfjell og bransjen. For å kunne si noe om lønnsomheten eller rentabiliteten til Odfjell må aktuelle rentabilitetstall sammenliknes med tilhørende avkastningskrav. Dersom rentabiliteten er større enn kravet, innebærer dette at bedriften er lønnsom. Alle beregninger vil være basert på nominelle tall etter skatt, siden det også i verdsettelsen er benyttet nominelle størrelser etter skatt.

### Analyse av avkastningskrav til egenkapitalen

Det er tatt utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM) når avkastningskravet til egenkapitalen skal beregnes. Kapitalverdimodellen forutsetter at kapitalmarkedet er perfekt, det vil si at investorene ikke får betalt for å bære usystematisk risiko. Usystematisk risiko er selskapsspesifikk risiko som lett kan diversifiseres bort ved å holde en portefølje av ulike aksjer. Ved å benytte CAPM antas det at investorene i Odfjell er veldiversifiserte og at de dermed holder en portefølje hvor de kun er utsatt for systematisk risiko. Ettersom Odfjell har store internasjonale investorer vil dette være en rimelig antagelse.

CAPM: 
$$r_E = r_f + \beta (r_M - r_f) + \lambda$$

(Tore Leite, FIE400N)

**Risikofri rente ( $r_f$ ):** Vi har benyttet 3 måneders effektiv NIBOR - rente det vil si den renten som bankene benytter seg i mellom ([www.norgesbank.no](http://www.norgesbank.no)). For å komme frem til

risikofri rente etter skatt er det trukket fra en risikopremie på 10 % og 28 % skatt (BUS424). Alternativt kunne vi ha benyttet renten etter skatt på statsobligasjoner som risikofri rente. Da settes risikopremien til 0.

**Markedets risikopremie ( $r_M - r_f$ ):** Ettersom at det er mer risikabelt å investere i aksjemarkedet sammenliknet med en risikofri plassering (bankinnskudd), krever investorene en risikopremie for å være villig til å ta ekstra risiko. Vi har antatt en risikopremie i markedet på 5 % etter skatt (FIE402E og Investment Banking). Dette bygger på en analyse gjennomført av professor Thore Johnsen, hvor gjennomsnittlig risikopremie etter skatt er beregnet til 5 %, basert på data fra perioden 1900 – 2005.

**Beta ( $\beta$ ):** Beta er et relativt mål på bedriftens risiko representert med samvariasjonen mellom avkastningen på bedriften og avkastning på markedsporteføljen. Det er benyttet historisk beta. Denne er funnet ved å utføre en regresjon av avkastningsdata for Odfjells A – aksje mot Oslo Børs sin hovedindeks (OSEBX). Regresjonen er basert på daglige avkastningsdata i perioden 31.12.2002 til 31.12.2006. Som gjennomsnittsestimat for beta fikk vi en verdi på 0,4101. Betaverdier er tilbakevendende mot gjennomsnittet på lang sikt (mean reversion), derfor beregnes justert beta ved hjelp av Meryll – Lynch metoden. Betaverdien vil gå mot gjennomsnittet som tilsvarer betaverdien til markedsporteføljen (som er lik 1). Justert beta er beregnet ved å vekte markedsbeta med 1/3 og vårt betaestimat med 2/3.

$$\beta_{\text{justret}} = \beta_M * 1/3 + \beta_{\text{beregnet}} * 2/3$$

$$\beta_{\text{justret}} = 1 * 1/3 + 0,4101 * 2/3 = 0,6068$$

Etter justering ved hjelp av Merryll – Lynch metoden fikk vi en beta på 0,6068. Problemet ved bruk av historisk beta er at den reflekterer bedriftens gjennomsnittlige finansieringsstruktur og antar at bedriften ikke har solgt seg ut av eller etablert nye virksomhetsområder i analyseperioden. Odfjell solgte seg ut av tankcontainervirksomheten i 2004, men siden denne utgjorde kun en liten del av Odfjells samlede virksomhet, vil vårt betaestimat likevel kunne benyttes.

Ved hjelp av gjennomsnittsestimatet på beta og Miller – Modigliani's proposition 1 beregnes netto driftsbeta for hver av analyseårene. Miller – Modigliani's proposition 1 sier at verdien av en bedrift ikke er avhengig av hvordan det er finansiert. Denne forutsetningen er ikke helt realistisk ettersom rentekostnaden på gjeld er skattereduserende (dette gjelder ikke for





<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2002-2006</b>
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,144</b>	<b>0,090</b>	<b>0,114</b>	<b>0,076</b>	<b>0,061</b>	<b>0,096</b>
FG/NFG	1,349	1,272	1,291	1,220	1,233	1,273
Finansiell eiendelsbeta	0,556	0,422	0,508	0,423	0,320	0,446
FE/NFG	0,349	0,272	0,291	0,220	0,233	0,273
<b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	-	-	-	-	-	-
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-
KON/FE	0,369	0,549	0,473	0,568	0,671	0,526
Fordringsbeta	-	-	-	-	-	-
FOR/FE	-	-	-	-	-	-
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
INV/FE	0,556	0,422	0,508	0,423	0,320	0,446
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,556</b>	<b>0,422</b>	<b>0,508</b>	<b>0,423</b>	<b>0,320</b>	<b>0,446</b>

Tabell 1.8 Beregning av betaverdier for Odfjell

**Likviditetspremie ( $\lambda$ ):** Ettersom kapitalmarkedene ikke er perfekte og investorer og bedrift har ulik grad av informasjon kan det i noen tilfeller være riktig å legge til en likviditetspremie for å oppveie for dette. For ikke børsnoterte bedrifter eller for lite likvide aksjer (det vil si at de ikke er lett omsettelige) vil investorer forlange en kompensasjon grunnet innlåsningsrisikoen de utsettes for ved investeringen. Odfjells aksjer er lite likvide, dette fremkommer gjennom daglige omsetningstall for aksjen på Oslo Børs. Vi har derfor valgt å legge til en likviditetspremie på 1 % til avkastningskravet til egenkapitalen.

Beregning av risikofri rente er vist i tabell 1.9.

<b>Risikofri rente</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2002-2006</b>
Nibor 3 måneder	0,072	0,042	0,020	0,022	0,035	0,038
Risikotillegg 10% av Nibor	0,007	0,004	0,002	0,002	0,004	0,004
Risikofri rente før skatt	0,065	0,038	0,018	0,020	0,032	0,034
28 % skatt	0,018	0,011	0,005	0,006	0,009	0,010
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,047</b>	<b>0,027</b>	<b>0,013</b>	<b>0,014</b>	<b>0,023</b>	<b>0,025</b>

Tabell 1.9 Risikofri rente

Bergning av egenkapitalkrav er vist i tabell 2.0

<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2002-2006</b>
Risikofri rente etter skatt	0,047	0,027	0,013	0,014	0,023	0,025
Justert beta	0,586	0,611	0,609	0,585	0,645	0,607
Risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Likviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>0,086</b>	<b>0,068</b>	<b>0,053</b>	<b>0,053</b>	<b>0,065</b>	<b>0,065</b>

Tabell 2.0 Egenkapitalkrav

### Analyse av andre avkastningskrav

Det er ønskelig å dekomponere egenkapitalrentabiliteten for å kunne si noe mer om hva som er kildene til lønnsomhet. For å kunne gjøre dette finner vi tilhørende dekomponerte avkastningskrav.

**Minoritetskrav (mik):** Minoritetsinvesteringer er egenkapitalinvesteringer som ofte er lite likvide. Minoritetskravet beregnes ved å legge til en ekstra likviditetspremie på 2 % til egenkapitalkravet (ekk).

$$\text{mik} = \text{ekk} + \text{ekstra likviditetspremie}$$

**Avkastningskrav til finansiell gjeld:** Ved å ta utgangspunkt i den risikofrie renten (som er beregnet tidligere), og legge til en risikopremie til markedet (markedets risikopremie multiplisert med finansiell gjeldsbeta) i tillegg til en kredittrisikopremie basert på syntetisk rating, beregnes avkastningskravet til finansiell gjeld. Avkastningskravet til finansiell gjeld er beregnet i tabell 2.1.

<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2002-2006</b>
Syntetisk rating	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,047	0,027	0,013	0,014	0,023	0,025
Finansiell gjeldsbeta	0,144	0,090	0,114	0,076	0,061	0,096
Markedets risikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Kredittrisikopremie	0,012	0,022	0,012	0,012	0,012	0,022
<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,066</b>	<b>0,053</b>	<b>0,031</b>	<b>0,030</b>	<b>0,038</b>	<b>0,051</b>

Tabell 2.1 Finansielt gjeldskrav

**Avkastningskrav til finansielle eiendeler:** Finansielt eiendelskrav fremkommer ved å finne den vektete summen av kontantkrav, finansielt fordringskrav og investeringskrav. Siden kontanter er en risikofri plassering benyttes risikofri rente som avkastningskrav. Når det gjelder finansielle fordringer bruker vi det finansielle gjeldskravet. Dette forutsetter at de man låner ut til er like kredittverdige som bedriften selv. For investeringene benyttes risikofri rente tillagt markedspremie som avkastningskrav. De aktuelle beregningene er vist i tabell 2.2.

<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2002-2006</b>
Kontant krav	0,047	0,027	0,013	0,014	0,023	0,025
KON/FE	0,369	0,549	0,473	0,568	0,671	0,526
Finansielt fordringskrav	0,066	0,053	0,031	0,030	0,038	0,051
FOR/FE	-	-	-	-	-	-
Investeringskrav	0,097	0,077	0,063	0,064	0,073	0,075
INV/FE	0,556	0,422	0,508	0,423	0,320	0,446
<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0,071</b>	<b>0,047</b>	<b>0,038</b>	<b>0,035</b>	<b>0,038</b>	<b>0,046</b>

Tabell 2.2 Finansielt eiendelskrav

**Avkastningskrav til netto finansiell gjeld:** Dette fremkommer nå som vektet finansielt gjeldskrav fratrasket vektet finansielt eiendelskrav. Dette er vist i tabell 2.3.

<b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2002-2006</b>
Finansielt gjeldskrav	0,066	0,053	0,031	0,030	0,038	0,051
FG/NFG	1,349	1,272	1,291	1,220	1,233	1,273
Finansielt eiendelskrav	0,071	0,047	0,038	0,035	0,038	0,046
FE/NFG	0,349	0,272	0,291	0,220	0,233	0,273
<b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,064</b>	<b>0,055</b>	<b>0,029</b>	<b>0,029</b>	<b>0,038</b>	<b>0,052</b>

Tabell 2.3 Netto finansielt gjeldskrav

**Netto driftskrav (ndk):** Finner vi ved å ta den vektete summen av egenkapitalkrav (ekk), minoritetskrav (mik) og netto finansielt gjeldskrav (nfgk). Vektene er henholdsvis egenkapital over netto driftskapital, minoritetsinteresser over netto driftskapital og netto finansiell gjeld over netto driftskapital. Beregning av netto driftskrav er beregnet i tabell 1.8, og den benyttede formelen er gjengitt nedenfor.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Vektet avkastningskrav	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
Egenkapitalkrav	0,086	0,068	0,053	0,053	0,065	0,065
EK/NDK	0,439	0,421	0,423	0,443	0,398	0,425
Minoritetskrav	0,106	0,088	0,073	0,073	0,085	0,085
MI/NDK	0,003	0,003	0,003	-	0,003	0,002
Netto finansielt gjeldskrav	0,064	0,055	0,029	0,029	0,038	0,052
NFG/NDK	0,558	0,576	0,574	0,557	0,598	0,573
<b>Netto driftskrav</b>	<b>0,074</b>	<b>0,060</b>	<b>0,039</b>	<b>0,040</b>	<b>0,049</b>	<b>0,058</b>

Tabell 2.4 Netto driftskrav

**Konklusjon analyse av avkastningskrav:** Avkastningskravet til egenkapitalen er redusert frem til og med 2005, dette har en sammenheng med reduksjon i rentenivået. I 2006 er det igjen en økning i avkastningskravet som kan forklares med at Norges Bank har foretatt en gradvis renteøkning.

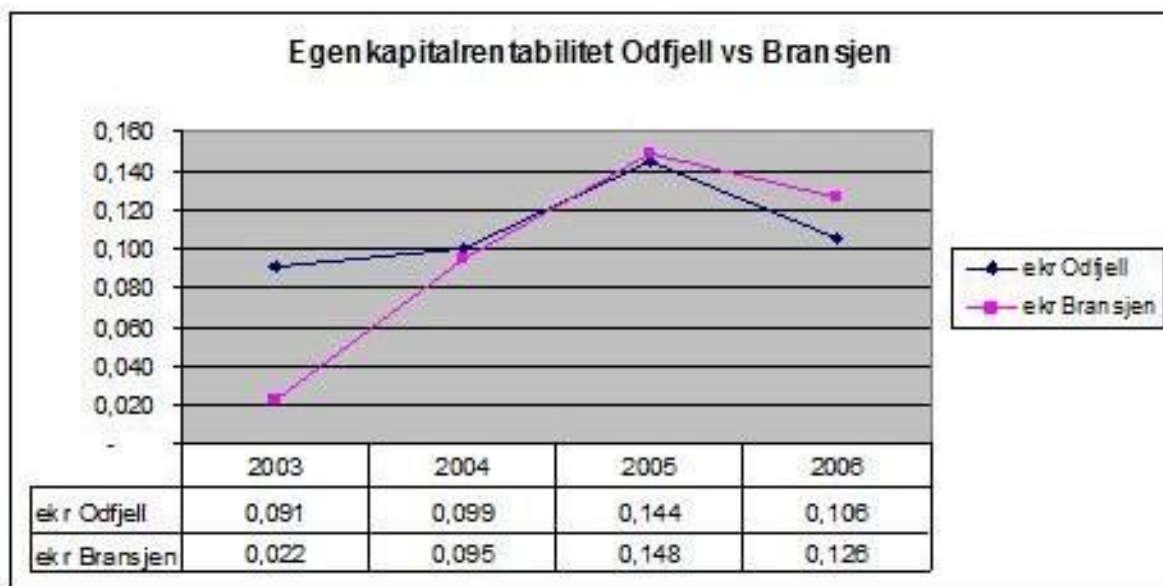
## 4.8 Analyse av lønnsomhet

Rentabilitet til en kapital er et mål på hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis avkastning. I analysen av lønnsomhet benyttes egenkapitalrentabilitet og dekomponering av denne. Deretter vurderes Odfjells lønnsomhet over tid og rentabiliteten vurderes opp mot avkastningskrav og lønnsomhet for bransjen som helhet. Dersom rentabiliteten til Odfjell er høyere enn avkastningskravet, vil Odfjell oppnå superrentabilitet (meravkastning). På sikt vil

det ikke være mulig å opprettholde superrentabilitet. På grunn av konkurranse vil rentabiliteten gå mot gjennomsnittet i bransjen (mean reversion). Det benyttes videre en normalisert egenkapitalrentabilitet på etterskuddsbasis. Dette fremkommer ved at telleren er normalisert resultat og nevneren i formelen er lik gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden. I formelen for rentabilitet divideres det i tillegg på 2 i nevneren, siden det forutsettes at alle inn – og utbetalinger skjer midt i året.

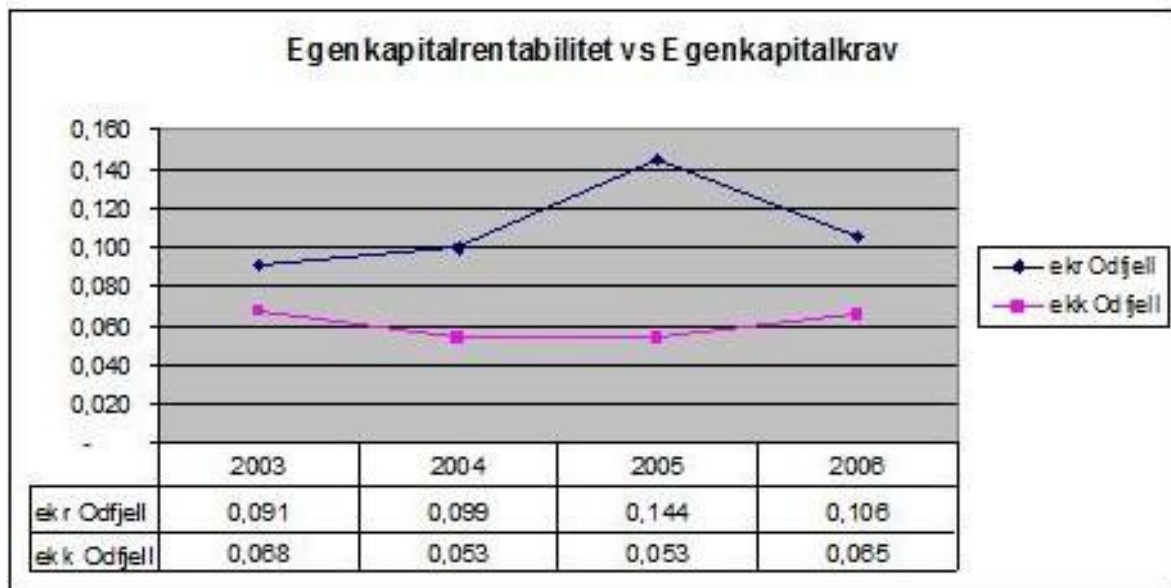
$$rentabilitet = \frac{resultat}{IB_{kapital} + (\Delta kapital - resultat) / 2}$$

$$ekr = \frac{NRE}{IB_{EK} + (\Delta EK - NRE) / 2}$$



Figur 2.2 Egenkapitalrentabilitet Odfjell vs bransjen

Egenkapitalrentabiliteten (ekr) til Odfjell har vært høyere eller lik bransjesnitt frem til og med 2005. Deretter ser vi en reduksjon i egenkapitalrentabiliteten både for Odfjell og bransjen i 2006. Odfjells egenkapitalrentabilitet reduseres relativt mer enn bransjesnittet. Dette illustreres i figur 2.2.



Figur 2.3 Egenkapitalrentabilitet vs. egenkapitalkrav Odfjell

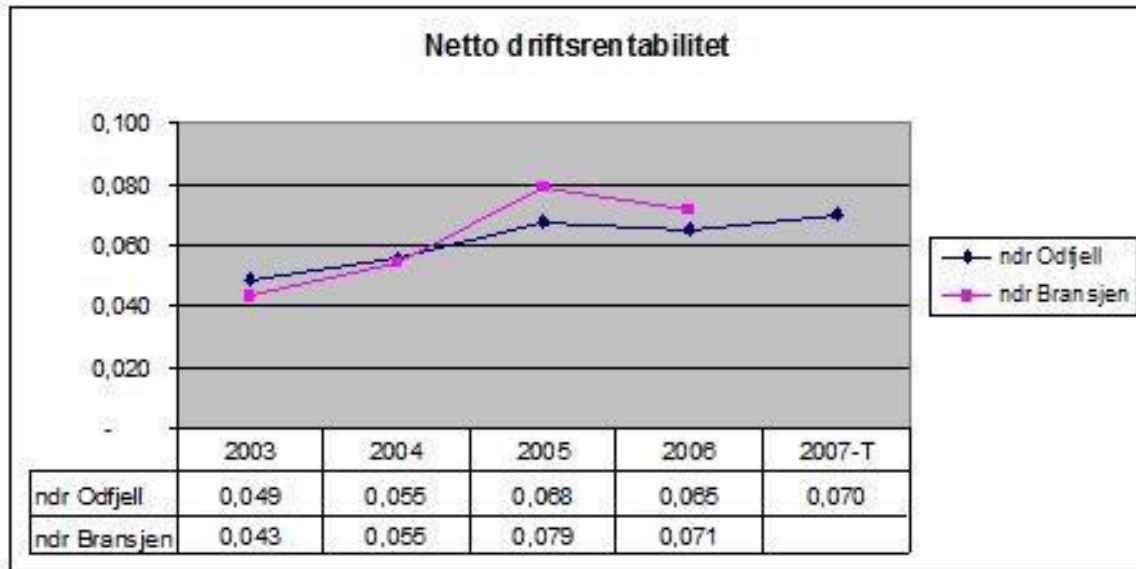
Figur 2.3 viser at egenkapitalrentabiliteten i hele analyseperioden har vært høyere enn egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet holder seg jevnt i perioden, men øker noe i 2006 som følge av renteøkningen. Lønnsomheten til egenkapitalen har en stigende trend frem til og med 2005, samtidig som egenkapitalkravet ligger under egenkapitalrentabiliteten. Dette kommer av rentefallet i økonomien, i kombinasjon med høykonjunktur og økt avkastning. Etter 2005 nærmer egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet seg hverandre, dette skyldes økte renter og lavere avkastning.

**Analyse av driften:** Egenkapitalrentabiliteten til Odfjell dekomponeres, med den hensikt å finne frem til de underliggende kilder til lønnsomhet. Dette gir en bedre innsikt i hva som skaper verdier for eierne. Siden det skilles mellom drift og finansiering i regnskapsanalysen var det naturlig å velge å dekomponere i forhold til netto driftsrentabilitet.

Analyse av minoritetsgearing	2003	2004	2005	2006	2007-T
Netto driftsrentabilitet	0,049	0,055	0,068	0,065	0,070
Minoritetsrentabilitet	0,026	(0,038)	0,000	0,000	0,000
ndr - mir	0,023	0,094	0,068	0,065	0,070
Minoritetsgrad	0,007	0,007	0,000	0,008	0,007
<b>Virkingen av minoritetsgearing</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>	<b>0,000</b>	<b>0,001</b>	<b>0,001</b>

Tabell 2.5 Virking av minoritetsgearing

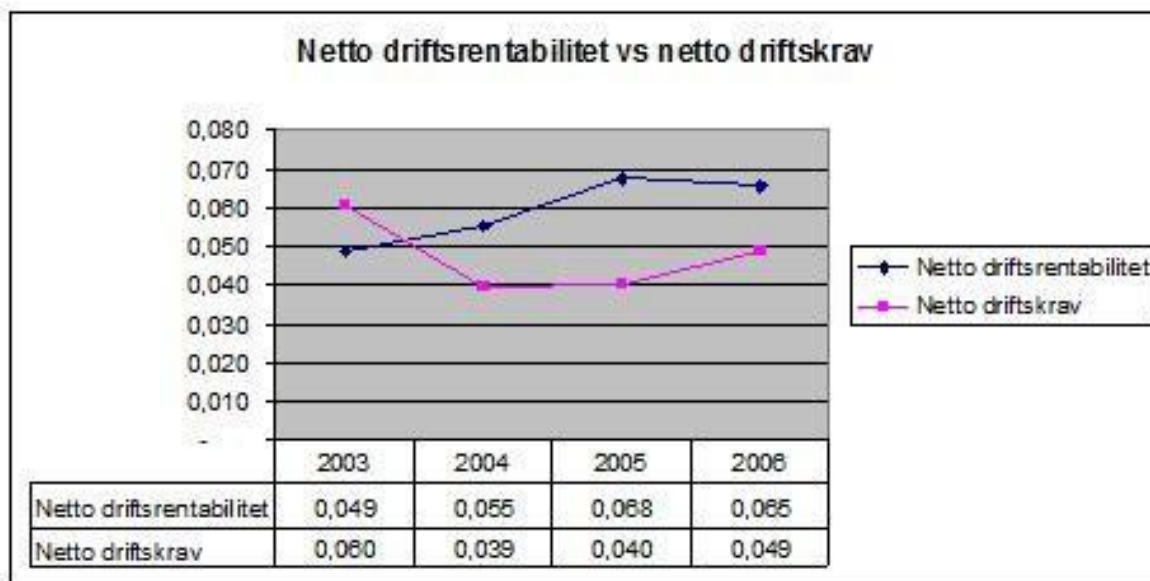
Tabell 2.5 viser at virkningen av minoritetsgearing ikke har en nevneverdig innvirkning på egenkapitalrentabiliteten til Odfjell, siden denne er tilnærmet lik null i hele analyseperioden. Vi velger derfor å fokusere på driftsrentabiliteten og finansiell gearing.



Figur 2.4 Netto driftsrentabilitet Odfjell vs. bransjen

Figur 2.4 viser utviklingen i netto driftsrentabilitet, Odfjell ligger over bransjesnittet til og med 2004. Etter dette øker netto driftsrentabiliteten til bransjen mer enn Odfjell sin netto driftsrentabilitet, og Odfjell vil dermed ha en dårligere avkastning på driftskapitalen enn bransjen. Netto driftsrentabilitet har en stigende trend i hele analyseperioden, dette vil ha en positiv innvirkning på Odfjell.

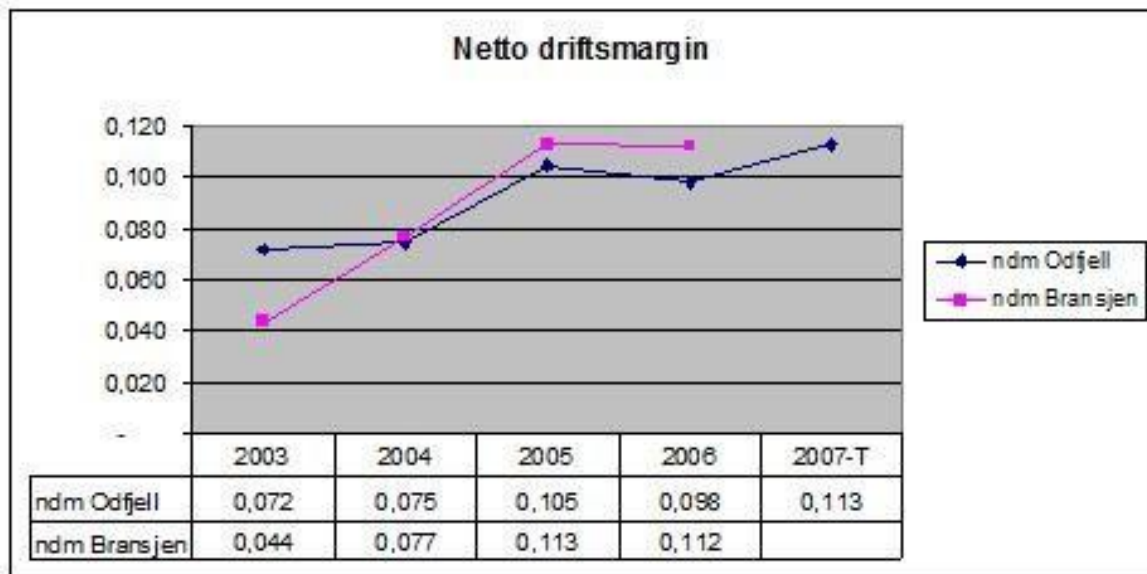




Figur 2.5 Netto driftsrentabilitet vs. netto driftskrav Odfjell

Odfjells netto driftsrentabilitet ligger over kravet i hele analyseperioden med unntak av 2003. Siden rentabiliteten stort sett ligger over kravet i de fleste årene i analyseperioden, betyr det at Odfjell stort sett opplever god avkastning fra driften. Vi ser en nedgang i netto driftskrav frem til og med 2005, dette kan skyldes rentefallet. Deretter begynner kravet igjen å stige, noe som kan skyldes et høyere rentenivå. Utviklingen i netto driftsrentabilitet er vist i figur 2.5.

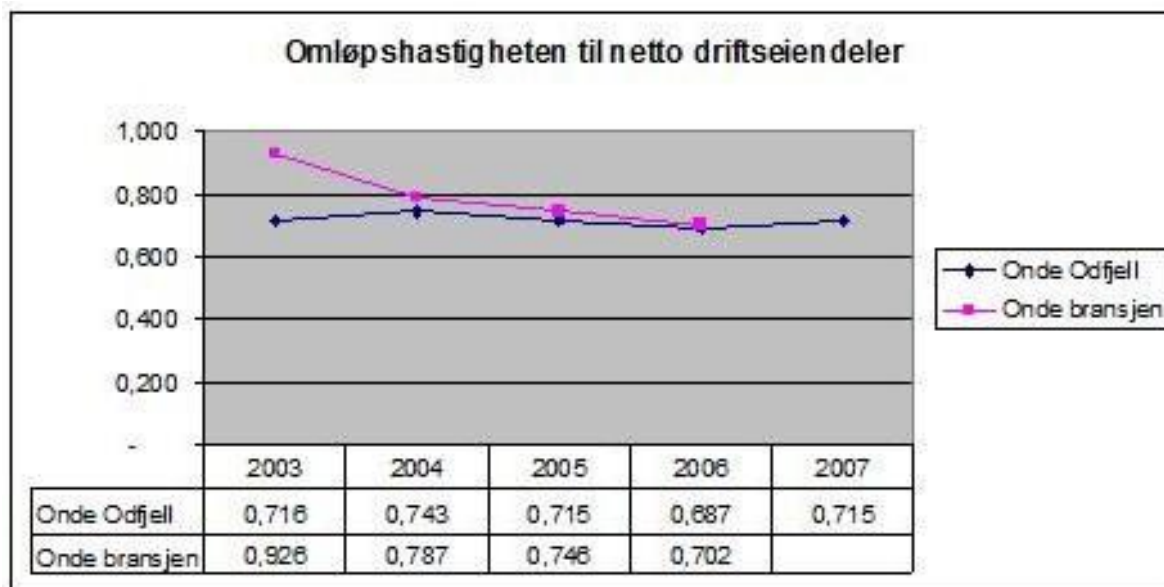
Nå foretas det en dekomponering av netto driftsrentabilitet i netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin viser hvor mye bedriften sitter igjen med per krone som er omsatt. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler måler effektiviteten i kapitalbruk. Det vil si evnen til å skape driftsinntekter per investerte krone.



Figur 2.6 Netto driftsmargin Odfjell vs. bransjen

Netto driftsmarginen til Odfjell ligger over bransjesnittet frem til 2004. Deretter blir Odfjells netto driftsmargin liggende marginalt under bransjesnittet. Det foreligger en positiv utvikling i netto driftsmargin dersom hele perioden sees under ett. Dette vil være positivt for Odfjell som da sitter igjen med en større andel fortjeneste fra omsetningen. Figur 2.6 viser utviklingen i netto driftsmargin.

Når det gjelder omløpshastigheten til netto driftseiendeler ligger Odfjell under bransjesnittet i 2003. Det tyder på at Odfjell har en mindre effektiv utnyttelse av netto driftseiendeler enn bransjen som helhet. Etter dette er det en synkende trend både for bransjen som helhet og for Odfjell. Dette kan tyde på at det har vært mye investeringer i denne perioden. For Odfjell sin del gjelder investeringene i hovedsak nybyggingskontrakter. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler er vist i figur 2.7.



Figur 2.7 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler Odfjell vs. bransjen

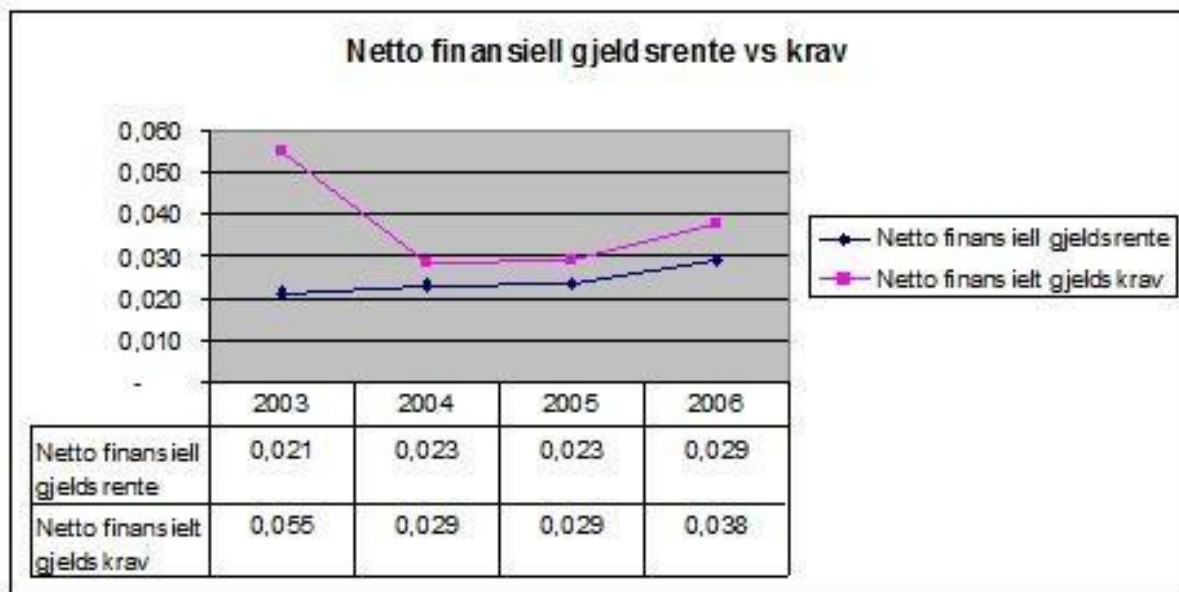
**Analyse av finansiering:** Vi har tidligere sett at virkningen av minoritetsgearing på egenkapitalrentabiliteten er tilnærmet lik null, derfor analyseres bare virkningen av finansiell gearing videre. Virkningen av finansiell gearing er vist i tabell 2.7. Finansiell gearing viser hvorvidt gjeldsfinansiering bidrar positivt eller negativt til egenkapitalrentabiliteten. Analysen viser at gjeldsfinansieringen bidrar positivt gjennom hele analyseperioden. Det vil si at nettokostnadene ved lånefinansiering er lavere enn lønnsomheten i driften.

<b>Analyse av finansiell gearing</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007-T</b>
Netto driftsrentabilitet	0,049	0,055	0,068	0,065	0,070
Netto finansiell gjeldsrente	0,021	0,023	0,023	0,029	0,032
ndr - nfgr	0,028	0,032	0,044	0,036	0,038
Netto finansiell gjeldsgrad	0,997	0,964	0,981	1,151	1,185
<b>Virkning av netto finansiell gearing</b>	<b>0,033</b>	<b>0,031</b>	<b>0,043</b>	<b>0,042</b>	<b>0,046</b>

Tabell 2.7 Virkning av netto finansiell gearing

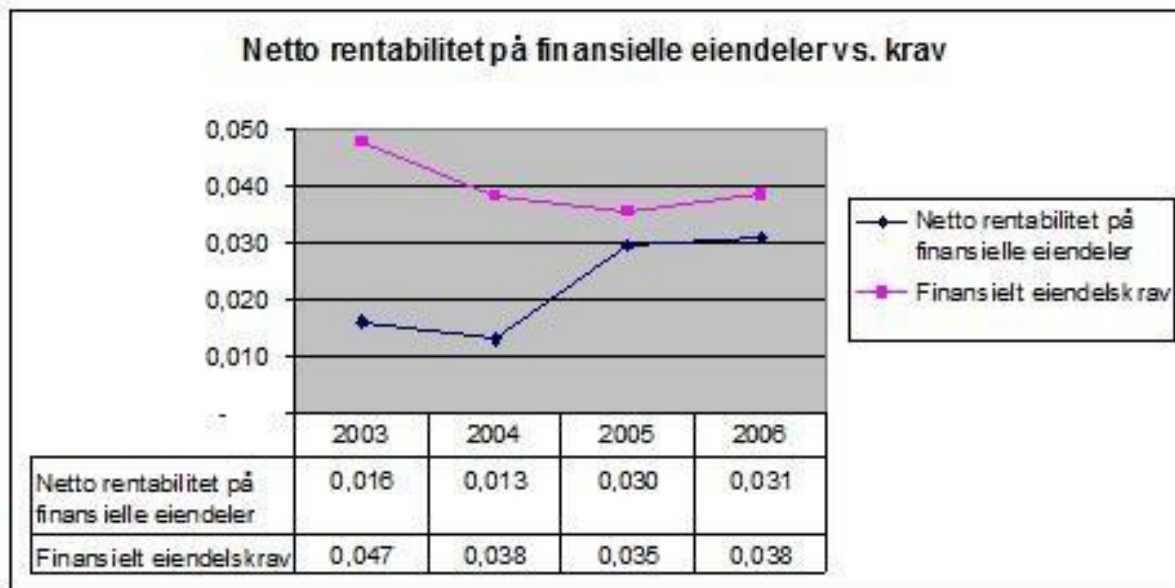
Det er foretatt en dekomponering av netto finansiell gjeldsrente for å finne ut om netto finansiell gjeldsrente er tilfredsstillende. Etter dette er det gunstig å sammenligne netto finansiell gjeldsrente med kravet, se figur 2.8. Netto finansiell gjeldsrente ligger under det estimerte kravet. Dette tyder på at Odfjell opplever en gunstig lånesituasjon, hvor gearingen virker positivt inn på egenkapitalrentabiliteten. En mulig årsak til at Odfjell opplever en gunstig lånesituasjon kan være at de har mange lett omsettelig eiendeler som kan fungere

som en sikkerhet for långivere. Ved en eventuell konkurs kan eiendelene, for eksempel skip, bli solgt for å innfri lånene (FIE427).



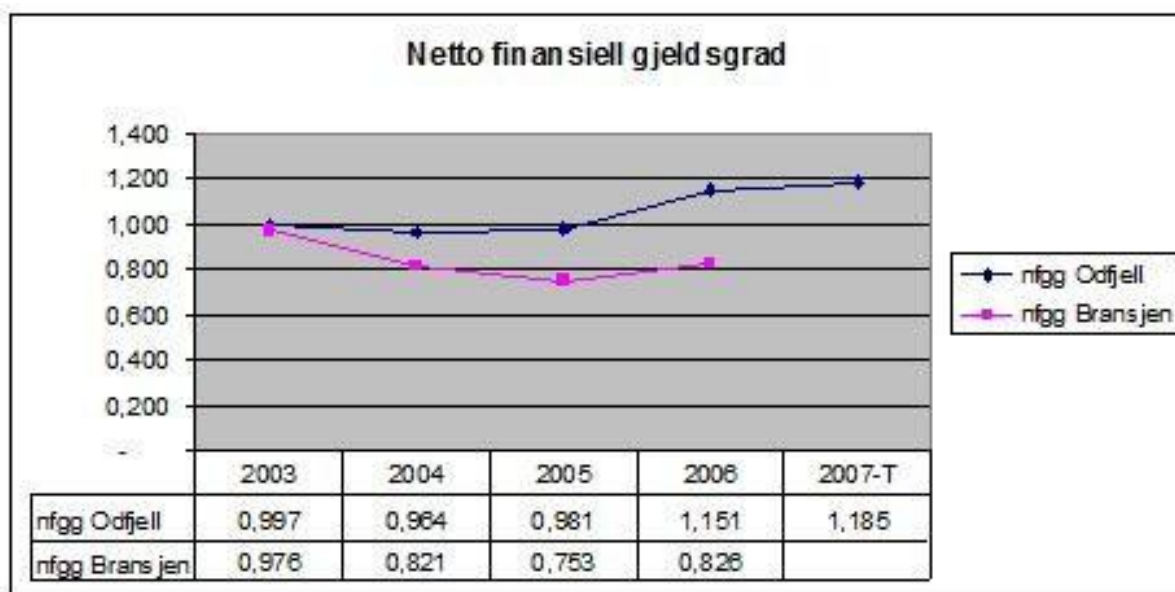
Figur 2.8 Netto finansiell gjeldsrente vs. krav Odfjell

Når det gjelder eiendelsrentabiliteten ligger denne under kravet i hele perioden. Dette viser at Odfjell tjener lavere avkastning på de finansielle eiendelene enn markedet (avkastning på markedsporteføljen) som helhet. En mulig årsak til at eiendelsrentabiliteten er lavere enn kravet, kan være at Odfjell investerer i mindre risikable eiendeler enn det markedsporteføljen gjør. Avstanden mellom rentabiliteten og kravet blir mindre ved slutten av analyseperioden, og det er en stigende trend i rentabiliteten, se figur 2.9. Dette vil gi positive utslag for Odfjell.



Figur 2.9 Netto rentabilitet på finansielle eiendeler vs. krav Odfjell

Til sist analyseres gjeldsgraden til Odfjell sammenlignet med bransjesnittet, se figur 3.0. Odfjell ligger noe over bransjesnittet, dette innebærer at Odfjell benytter mer finansiell gjeld og har mindre netto finansielle eiendeler enn bransjen. Ettersom Odfjell ikke har god avkastning på finansiell eiendeler, kan det være en fordel at de ikke har like mye finansielle eiendeler som bransjen. På den andre siden reduserer finansielle eiendeler den finansielle risikoen.



Figur 3.0 Netto finansiell gjeldsgrad Odfjell vs. bransjen

**Konklusjon analyse av lønnsomhet:** Odfjell har opplevd god lønnsomhet, sett ved egenkapitalrentabiliteten, frem til 2005. Deretter er det en reduksjon i lønnsomheten for Odfjell, som er høyere enn for bransjen, men i tråd med utviklingen for kjemikalietankbransjen. Selv om det er en reduksjon i egenkapitalrentabilitet, ligger Odfjell likevel over kravet til egenkapitalrentabiliteten, dette tyder på god lønnsomhet.

## 4.9 Analyse av vekst

Vekst i regnskapstall er definert som den prosentvise endringen fra en periode til en annen. Vekst er en underliggende verdidriver ved fundamental verdsettelse (Penman 2007). Som følge av dette vil det være viktig å se på den historiske veksten både i bransjen og for Odfjell, for deretter å se på de i forhold til hverandre. Når historisk vekst benyttes er vekstraten veldig sensitiv for hvilken analyseperiode som brukes (Damodaran 2002). Vi velger likevel å bygge videre på den estimerte vekstraten i utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet. Dette gjøres siden Odfjell er en moden bedrift og er trolig inne i en stabil vekstfase, dermed vil ikke vår estimerte vekstrate endre seg mye fremover. Odfjell vil likevel kunne oppnå en høyere vekst enn bransjen på enkelte områder, som eksempelvis Asia og Sør - Amerika. Her går Odfjell for tiden inn med nyinvesteringer, og disse områdene opplever samtidig høy vekst. Dette vil gi grunnlag for god fremtidig avkastning for Odfjell på kort sikt. En annen viktig faktor for å oppnå god avkastning på kort sikt for Odfjell vil være de godt strategisk plasserte tankterminalene, blant annet i Houston og Rotterdam (jamfør den strategiske analysen). På lang sikt vil uansett ikke Odfjell kunne ha høyere vekst enn økonomien som helhet (Investment Banking). Dette innebærer at Odfjell ikke kan ha høyere vekst enn realveksten i BNP inkludert forventet inflasjon, med andre ord 2,5 % pluss 2,5 % lik 5 % (Statistisk sentralbyrå). Tallene er basert på gjennomsnittlig realvekst i BNP fra 1998 - 2006. Vi baserer oss også på at Norges Bank når det gitte inflasjonsmålet.

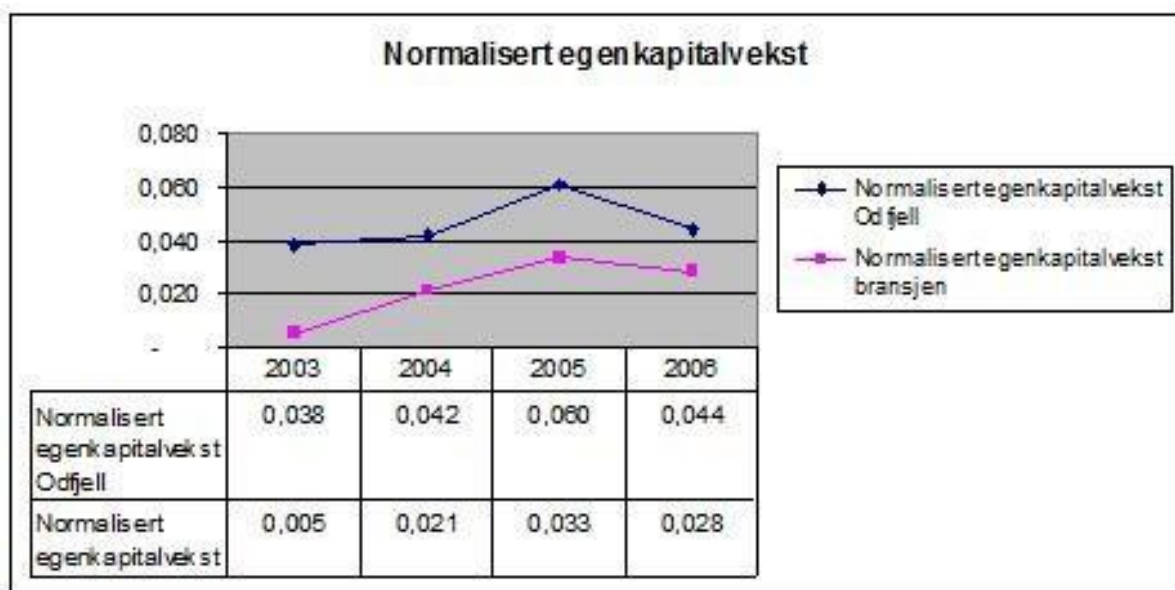
**Fundamental vekstanalyse:** for å finne kilder til vekst tas det utgangspunkt i veksten i egenkapitalen, dette kalles fundamental vekstanalyse. Her benyttes den fullstendige veksten i egenkapital som utgangspunkt. Den vedvarende egenkapitalveksten beregnes som normalisert tilbakeholdsgrad (b) multiplisert med normalisert egenkapitalrentabilitet (R). Denne vedvarende egenkapitalveksten vil være viktig i budsjettering av fremtidsregnskapet.

<b>Odfjell</b>					
<b>Normalisert egenkapitalvekst</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Gj. Snitt</b>
Utdelingsforhold (AVSUB/NRE)	0,265	0,384	0,701	0,976	<b>0,581</b>
Normalisert utdelingsforhold	0,581	0,581	0,581	0,581	
Egenkapitalrentabilitet	0,091	0,099	0,144	0,106	
<b>Normalisert egenkapitalvekst</b>	<b>0,038</b>	<b>0,042</b>	<b>0,060</b>	<b>0,044</b>	0,046

Tabell 2.8 Normalisert egenkapitalvekst Odfjell

<b>Bransjen</b>					
<b>Normalisert egenkapitalvekst</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Gj. Snitt</b>
Utdelingsforhold (AVSUB/NRE)	1,248	0,332	0,673	0,863	<b>0,779</b>
Normalisert utdelingsforhold	0,779	0,779	0,779	0,779	
Egenkapitalrentabilitet	0,022	0,095	0,148	0,126	
<b>Normalisert egenkapitalvekst</b>	<b>0,005</b>	<b>0,021</b>	<b>0,033</b>	<b>0,028</b>	0,0217

Tabell 2.9 Normalisert egenkapitalvekst bransjen



Figur 3.1 Normalisert egenkapitalvekst Odfjell vs. bransjen

Tabell 2.8 og 2.9 og figur 3.1, viser en vekst frem til 2005 både for Odfjell og bransjen, deretter er det en nedgang fra 2006. Dette stemmer godt overens med utviklingen i økonomien som helhet både nasjonalt og internasjonalt. Hvor prognosene viser en reduksjon i veksten i BNP fra ca 3 % til 2,5 % i perioden fra 2006 frem til 2008 (Statistisk sentralbyrå).

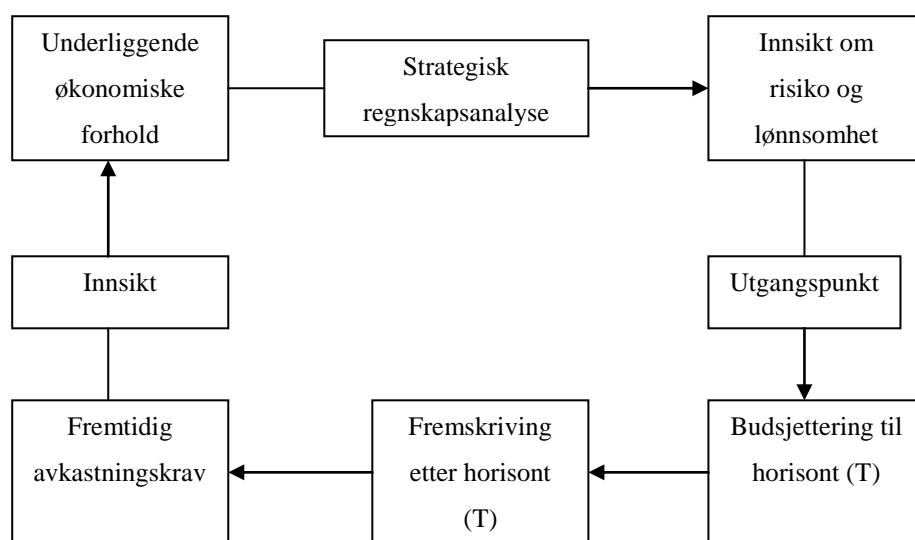
Grunnen til at Odfjell ligger over bransjesnittet kommer av at de, som tidligere nevnt, blant annet har en strategisk fordel sammenliknet med bransjen når det for eksempel gjelder plassering av virksomhet. Som med alle strategiske fordeler varer de ikke evig, og veksten til Odfjell vil utjevnes med bransjen som helhet.



## 5. Fremtidsregnskap

### 5.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet utarbeides basert på regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Til nå har vi analysert de underliggende økonomiske forholdene, gjennomført strategisk regnskapsanalyse og fått en innsikt i risikoen og lønnsomheten til Odfjell og bransjen. Det neste blir nå å utarbeide budsjetterte tall til horisonten T, fremskrivning etter horisonten og å finne fremtidige avkastningskrav. Dersom budsjettering ikke benyttes, blir det en for brå overgang mellom variabel og konstant vekst. Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen har Odfjell trolig en lys fremtid, selv om det skulle komme en økonomisk nedgangskonjunktur. Figur 3.2 viser rammeverket for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.



Figur 3.2 Rammeverk for fremtidsregnskap

### 5.2 Budsjettering og fremskrivning

Ved valg av budsjetterhorisont tas det hensyn til to faktorer; kvaliteten på regnskapsføringen og tid til steady state. Dersom kvaliteten på regnskapsføringen er god, taler det for en kortere budsjetterhorisont. Det optimale er et verdibasert regnskap hvor det benyttes en budsjetterhorisont på bare noen få år. Odfjells regnskaper er ført etter prinsippet om god

regnskapsskikk, her vil det derfor kreves en noe lenger budsjettthorisont. Steady state er det tidspunktet hvor bedriften forventes å nå konstant vekst, det vil si når veksten til bedriften er lik den langsiktige veksten i økonomien generelt. Odfjell er en del av en moden bransje og er derfor tilnærmet i steady state. Men som vi har sett tidligere ligger Odfjells vekst noe over bransjesnittet, som kommer av investeringer i nye markeder med forventning om høy vekst. Basert på at regnskapene er ført i samsvar med god regnskapsskikk og at Odfjell er nesten i steady state, har vi valgt en budsjettthorisont på 7 år.

Ved å benytte budsjettering vil vi kunne sette opp fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidige kontantstrømmer i budsjettthorisonten 2007 - 2014. Dette benyttes videre i fremskrivning og for å finne verdien av Odfjell i verdsettelsesdelen. For å kunne fremskrive antas det en uendelig horisont, det vil si at Odfjell fortsetter i bransjen i all fremtid. Som følge av dette og ved å holde verdidriverne konstant i fremskrivningen, betyr det at Odfjell har nådd steady state i løpet av budsjettperioden. Det er valgt en enkel budsjettmodell som fokuserer på de viktigste faktorene eller verdidriverne. En enkel modell kan gi like gode budsjetter som en mer kompleks modell. For å finne fremtidsregnskapet tas det utgangspunkt i de ni verdidriverne (Penman 2007):

1. Vekst i driftsinntekter
2. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler
3. Netto driftsmargin
4. Finansiell gjeldsandel
5. Finansiell eiendelsandel
6. Finansiell gjeldsrente
7. Finansiell eiendelsrente
8. Minoritetsandel
9. Netto minoritetsrentabilitet

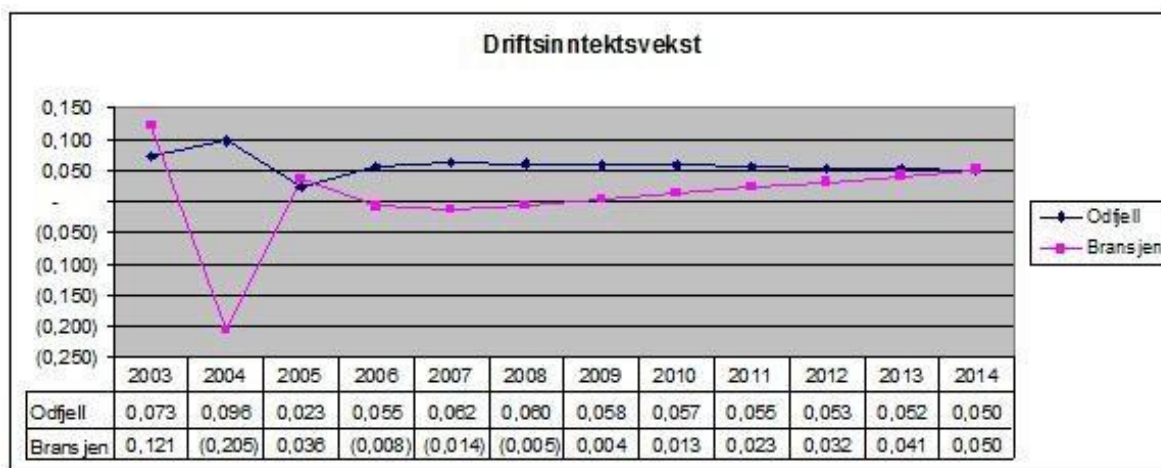
**Vekst i driftsinntekter:** Det er tatt utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen for å beregne forventet vekst i driftsinntekter ( $div_t$ ). Beregningen foretas ved hjelp av formelen (BUS425):

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}, \text{ hvor } DI \text{ vil være driftsinntektene}$$

Steg 1	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	-	0,0726	0,0962	0,0231	0,0554	0,0618	0,0601	0,0584	0,0567	0,0550	0,0533	0,0515	0,0500

Tabell 3.0 Driftsinntektsvekst Odfjell

Veksten i driftsinntekter vil fremkomme ved  $div_t$ , jamfør tabell 3.0. Analysen viser at Odfjell har en høyere gjennomsnittlig historisk vekst i driftsinntekter (vist i år 2007 på 0,0618) enn bransjen (0). Dette har vi også fremkommet i den strategiske analysen hvor det ble avdekket at Odfjell har strategiske fordeler blant annet ved et integrert logistikknettverk. Det er derfor grunnlag for å anta at Odfjell vil ha en noe høyere vekst i driftsinntektene enn bransjen på kort sikt. På lang sikt derimot vil den strategiske fordelene jevnes ut, og driftsinntektsveksten vil gå mot veksten i økonomien generelt. Det er forutsatt at driftsinntektsveksten vil gå lineært mot den langsiktige veksten i økonomien. Som nevnt tidligere kan ikke veksten i driftsinntekter overstige veksten i økonomien på lang sikt (5 %). Dette innebærer en økning i veksten i driftsinntektene for bransjen, ettersom de etter hvert vil kunne oppnå de samme fordelene som Odfjell, med hensyn til logistikknettverket og virksomhet i områder med høy vekst. Se figur 3.2.



Figur 3.2 Driftsinntektsvekst Odfjell vs. bransjen

**Omløpshastigheten til netto driftseiendeler:** Driftsinntektene i forhold til omløpshastigheten gir oss utviklingen i netto driftseiendeler. Her benyttes følgende formel for å finne omløpshastigheten til netto driftseiendeler ( $onde_t$ ) (BUS425):

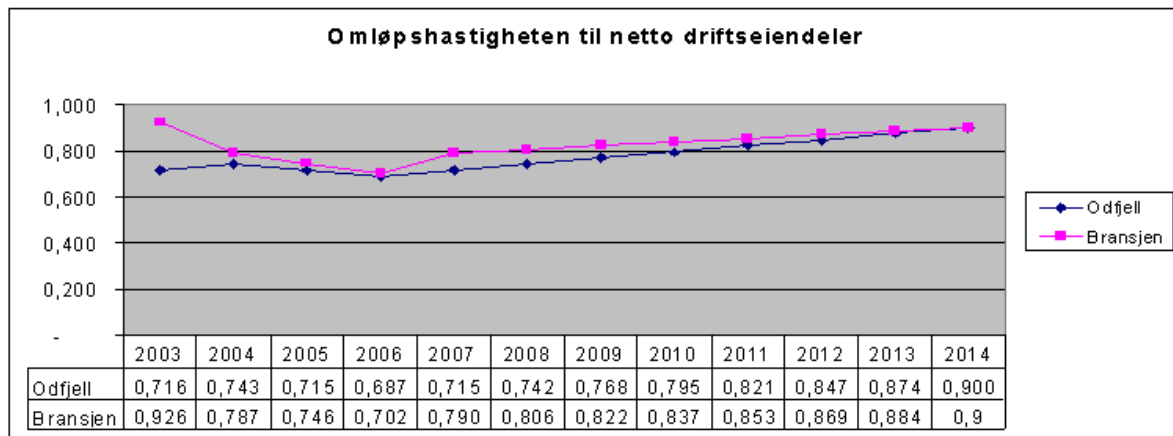
$onde_t = DI_t / NDE_{t-1}$ , hvor NDE er netto driftseiendeler

Tabell 3.1 viser utviklingen i omløpshastigheten til netto driftseiendeler for Odfjell.

Steg 2	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	-	0,7160	0,7433	0,7151	0,6872	0,7154	0,7418	0,7681	0,7945	0,8209	0,8473	0,8736	0,900

Tabell 3.1 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler Odfjell

Som analysen viser er den likevektete omløpshastigheten til netto driftseiendeler for Odfjell (0,7154) lavere enn for bransjen (0,790). Det er ingen klar trend i omløpshastigheten og vi velger å sette omløpshastigheten til netto driftseiendeler i tidshorisonten (T) til 0,9. Dette er gjort fordi vi mener at Odfjell og bransjen vil kunne bedre omløpshastigheten ved å utnytte netto driftseiendeler mer effektivt. Det er forutsatt at utviklingen i omløpshastigheten til netto driftseiendeler vil konvergere lineært mot 0,9 (se figur 3.3).



Figur 3.3 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler Odfjell vs. bransjen

**Netto driftsmargin:** Netto driftsmargin viser forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter. For å finne frem til netto driftsmargin ( $ndm_t$ ) brukes formelen som vist nedenfor.

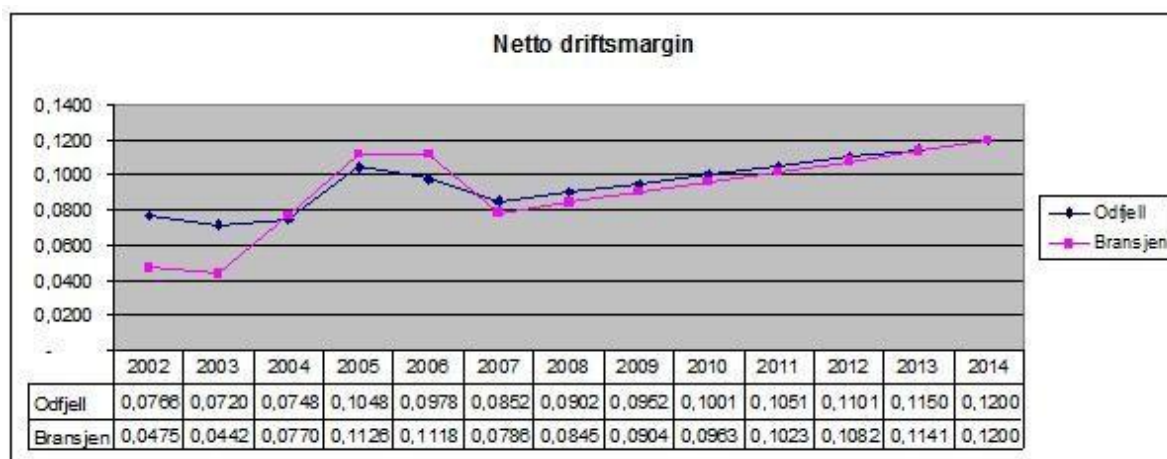
$$ndm_t = NDR_t / DI_t, \text{ hvor NDR er netto driftsresultat}$$

Utviklingen i netto driftsmargin for Odfjell er vist i tabell 3.2.

Steg3	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	0,0766	0,0720	0,0748	0,1048	0,0978	0,0852	0,0902	0,0952	0,1001	0,1051	0,1101	0,1150	0,12

Tabell 3.2 Utviklingen i netto driftsmargin Odfjell

Når veksten i netto driftsmargin for Odfjell sammenliknes med bransjen, finner vi at Odfjell (0,0852) ligger noe over bransjesnittet (0,0786), se figur 3.4. Utviklingen har en positiv trend både for Odfjell og bransjen i hele perioden. Odfjells netto driftsmargin ligger noe over bransjen frem til 2004, men avtar deretter. Det antas likevel en positiv utvikling i fremtiden som går (lineært) mot en netto driftsmargin på 0,12. Med andre ord marginalt høyere enn for bransjen og Odfjell i 2006. Dette vil være en rimelig antagelse når mulighetene for kostnadseffektivisering gjennom logistikknettverket blir tatt hensyn til. Mulighet for kostnadseffektivisering vil trolig også gjelde for bransjen, da mange av konkurrentene har investert i tankterminaler den senere tid.



Figur 3.4 Netto driftsmargin Odfjell vs. bransjen

**Finansiell gjeldsandel:** For å finne den finansielle gjeldsandelen (fgd) bruker vi formelen (BUS425):

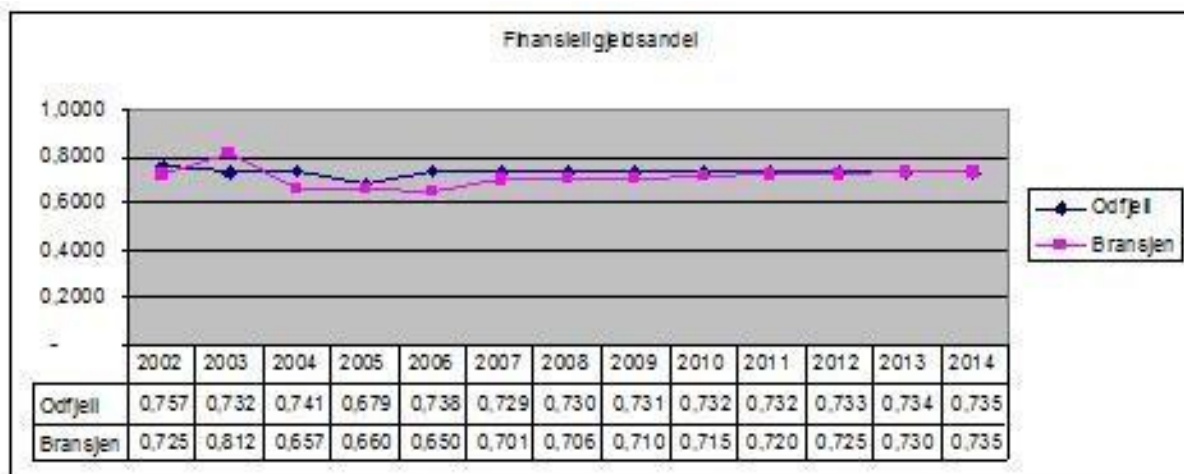
$$fgd_t = FG_t / NDE_t$$

Finansiell gjeldsandel er med andre ord forholdet mellom finansiell gjeld (FG) og netto driftseiendeler (NDE). Ved å finne utviklingen i finansiell gjeldsandel og se på hvordan denne vil være i forhold til netto driftskapital i fremtiden, vil vi kunne si noe om utviklingen i finansiell gjeld. Utviklingen er vist i tabell 3.3.

Steg4	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	0,7578	0,7327	0,7413	0,6796	0,7381	0,7299	0,7306	0,7314	0,7321	0,7328	0,7335	0,7343	0,735

Tabell 3.3 Finansiell gjeldsandel Odfjell

Analysen viser at Odfjell har en gjennomsnittlig finansiell gjeldsandel på 0,7299, se figur 3.5. Bransjesnittet er noe lavere (0,7013) og utviklingen har vært svakt negativ for Odfjell og bransjen. Det er ikke noe som tyder på at Odfjell ønsker å redusere gjelden sin i fremtiden, grunnet den positive, stigende netto finansielle gearingen jamfør rentabilitetsanalysen. Odfjell har hatt en høy og noe lunde stabil gjeldsandel gjennom analyseperioden. Det er derfor valgt å legge den langsiktige finansielle gjeldsandelen (T) i nærheten av Odfjells gjennomsnitt. Utviklingen i gjeldsandelen vil konvergere mot 0,7350 i år 2014 (T).



Figur 3.5 Finansiell gjeldsandel Odfjell vs. bransjen

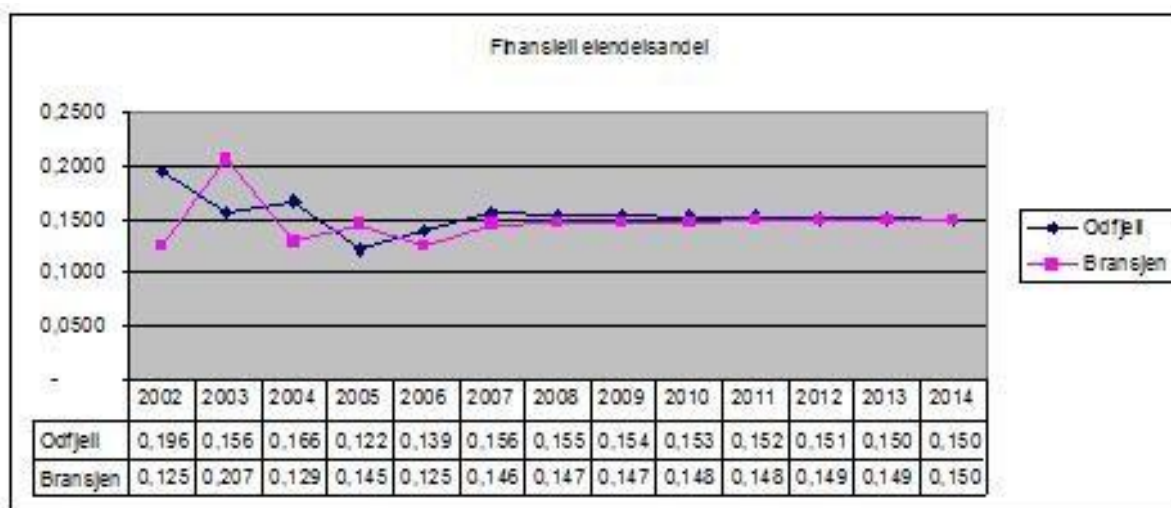
**Finansiell eiendelsandel:** Finansiell eiendelsandel (fed) finnes ved forholdet mellom finansielle eiendeler (FE) og netto driftseiendeler (NDE), gitt ved formelen (BUS425):

$$fed_t = FE_t / NDE_t$$

Steg 5	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	0,1962	0,1565	0,1669	0,1226	0,1397	0,1564	0,1555	0,1546	0,1537	0,1527	0,1518	0,1509	0,1500

Tabell 3.4 Finansiell eiendelsandel Odfjell

Odfjell har en gjennomsnittlig eiendelsandel i analyseperioden på 0,1564 og utviklingen sett under ett fra 2002-2006 er negativ, jamfør tabell 3.4. Når det gjelder bransjen, har vi sett en mer varierende utvikling, men perioden sett under ett er utviklingen rimelig stabil. Gjennomsnittet for bransjen i analyseperioden på 0,1466, ligger noe under Odfjell, jamfør figur 3.6. Siden bransjesnittet har vært rimelig stabilt i perioden, velges en konvergering som ligger nærmere bransjens gjennomsnitt. Det er derfor valgt en lineær konvergering mot 0,15 i horisonten, dette ligger marginalt over bransjesnittet.



Figur 3.6 Finansiell eiendelsandel Odfjell vs. bransjen

**Finansiell gjeldsrente:** Her forutsettes det velfungerende kapitalmarkeder, og netto finansiell gjeldsrente settes derfor lik netto finansielt gjeldskrav i budsjettperioden. I analyseperioden avviker disse noe, men på lang sikt er det likevel naturlig å anta at disse konvergerer mot hverandre. Det forutsettes også at gjelden til Odfjell er balanseført til virkelig verdi. Finansiell gjeldsrente (fgr) beregnes ved formelen (BUS425):

$$fgr_t = NFK_t / FG_{t-1}, \text{ hvor } NFK \text{ er netto finanskostnad}$$

<b>Steg 6</b>								
<b>Finansiell gjeldsrente</b>								
<b>Syntetisk rating</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Egenkapitalprosent	0,349	0,349	0,349	0,349	0,349	0,349	0,349	0,349
Nettodriftsrentabilitet	0,064	0,063	0,662	0,722	0,743	0,763	0,784	0,804
ekp - rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
ndr - rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	B	B
gj.snitt rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	B	B
Netto driftsinntekt	1140297	1208851	1279454	1351988	1426316	1502285	1579725	1658711
Netto driftskapital	1537271	1665655	1701660	1737537	1773119	1808235	1843012	1935163
<b>Kredittrisikofaktor</b>	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1	1
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032
Kredittrisikopremie	0,015	0,016	0,016	0,017	0,017	0,018	0,031	0,032
<b>Risikofri rente</b>								
Nibor 3 måneder	0,0382	0,0399	0,0416	0,0433	0,0449	0,0466	0,0483	0,0500
Risikotillegg 10% av Nibor	0,0038	0,0040	0,0042	0,0043	0,0045	0,0047	0,0048	0,0050
Risikofri rente før skatt	0,0344	0,0359	0,0374	0,0389	0,0404	0,0420	0,0435	0,0450
28 % skatt	0,0096	0,0101	0,0105	0,0109	0,0113	0,0118	0,0122	0,0126
Risikofri rente etter skatt	0,0248	0,0258	0,0269	0,0280	0,0291	0,0302	0,0313	0,0324
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>								
Finansiell gjeldsbeta	0,072	0,078	0,084	0,090	0,096	0,102	0,109	0,116
FG/NFG	1,273	1,284	1,295	1,306	1,317	1,328	1,339	1,350
Finansiell eiendelsbeta	0,336	0,351	0,367	0,383	0,399	0,414	0,430	0,446
FE/NFG	0,273	0,284	0,295	0,306	0,317	0,328	0,339	0,350
Netto finansiell gjeldsbeta	-	-	-	-	-	-	-	-
FG/NFG	1,273	1,284	1,295	1,306	1,317	1,328	1,339	1,350
<b>Finansielt gjeldskrav</b>								
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032
Finansiell gjeldsbeta	0,072	0,078	0,084	0,090	0,096	0,102	0,109	0,116
Markedets risikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Kredittrisikopremie	0,015	0,016	0,016	0,017	0,017	0,018	0,031	0,032
<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,043</b>	<b>0,045</b>	<b>0,047</b>	<b>0,049</b>	<b>0,051</b>	<b>0,053</b>	<b>0,068</b>	<b>0,071</b>

Tabell 3.5 Finansiell gjeldsrente Odfjell

I budsjettthorisonen forutsettes det at NIBOR renten konvergerer mot historisk gjennomsnitt på 5 %. Utrekningene er gjennomført på samme måte som i regnskapsanalysen. Det foretas først en syntetisk rating fra 2007 til 2014, for å finne frem til den aktuelle kredittrisikofaktoren for hvert enkelt år. Deretter finnes risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien beregnes. Antar videre at netto finansiell gjeldsbeta er null, og beregner ved hjelp av denne antakelsen finansiell gjeldsbeta. Som tidligere antas det at markedets



risikopremie er på 5 %. Nå har vi det vi trenger til å finne det finansielle gjeldskravet. Utviklingen i det finansielle gjeldskravet har en stigende trend gjennom hele budsjettperioden, og ender opp på 7,1 % i 2014, jamfør tabell 3.5.

**Finansiell eiendelsrente:** Antar også her et velfungerende kapitalmarked, og setter derfor finansiell eiendelsrente lik det finansielle eiendelskravet. Det er tidligere funnet finansiell eiendelsbeta for hvert av årene i budsjettperioden. Denne benyttes videre sammen med markedets risikopremie og risikofri rente etter skatt, for å finne frem til finansielt eiendelskrav. Følgende formel benyttes for beregning av finansiell eiendelsrente ( $fer_t$ ):

$fer_t = NFI_t / FE_{t-1}$ , hvor NFI er netto finansinntekt og FE er finansielle eiendeler

Steg 7	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032
Finansiell eiendelsbeta	0,336	0,351	0,367	0,383	0,399	0,414	0,430	0,446
Markedets risikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0,042</b>	<b>0,043</b>	<b>0,045</b>	<b>0,047</b>	<b>0,049</b>	<b>0,051</b>	<b>0,053</b>	<b>0,055</b>

Tabell 3.6 Finansiell eiendelsrente Odfjell

Utviklingen i finansiell eiendelsrente har en stigende trend mot 5,5 % i budsjettthorisonen, jamfør tabell 3.6.

**Minoritetsandel:** Minoritetsandel ( $mid_t$ ) blir beregnet ved hjelp av følgende formel (BUS425):

$mid_t = MI_t / NDE_t$ , hvor MI er minoritetsinteressene

Steg 8	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Minoritetsinteresser	0,0024	0,0025	0,0027	0,0028	0,0029	0,0030	0,0032	0,0033

Tabell 3.7 Minoritetsandel Odfjell

Som vi så i rentabilitetsanalysen er netto minoritetsgearing svakt positiv, noe som innebærer at det å ha minoritet i selskapet vil være positivt for Odfjell. Det forutsettes en stabil kapitalstruktur i budsjettperioden når minoritetsandelen budsjetteres. For videre beregninger antas det at minoritetsandelen konvergerer mot tidsvektet gjennomsnitt for bransjen (0,0033). Dette er vist i tabell 3.7.

**Netto minoritetsrentabilitet:** For å finne netto minoritetsrentabilitet ( $mir_t$ ) benyttes følgende formel (BUS425):

$mir_t = NMR_t / MI_{t-1}$ , hvor NMR er netto minoritetsresultat

<b>Steg 9</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Egenkapitalkrav</b>								
Risikofri rente etter skatt	0,025	0,026	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032
Justert beta	0,608	0,610	0,613	0,615	0,617	0,620	0,622	0,625
Risikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Likviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>0,065</b>	<b>0,066</b>	<b>0,068</b>	<b>0,069</b>	<b>0,070</b>	<b>0,071</b>	<b>0,072</b>	<b>0,074</b>
<b>Netto driftsbeta</b>								
<b>Egenkapitalbeta</b>	<b>0,608</b>	<b>0,610</b>	<b>0,613</b>	<b>0,615</b>	<b>0,617</b>	<b>0,620</b>	<b>0,622</b>	<b>0,625</b>
EK/NDK	0,424	0,422	0,421	0,419	0,417	0,415	0,413	0,412
Egenkapitalbeta	0,608	0,610	0,613	0,615	0,617	0,620	0,622	0,625
MI/NDK	0,002	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
<b>Netto driftsbeta</b>	<b>0,259</b>	<b>0,259</b>	<b>0,259</b>	<b>0,259</b>	<b>0,259</b>	<b>0,259</b>	<b>0,259</b>	<b>0,259</b>
<b>Netto fin gjeldskrav</b>								
<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,043</b>	<b>0,045</b>	<b>0,047</b>	<b>0,049</b>	<b>0,051</b>	<b>0,053</b>	<b>0,068</b>	<b>0,071</b>
FG/NFG	1,273	1,284	1,295	1,306	1,317	1,328	1,339	1,350
Finansielt eiendelskrav	0,042	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,055
FE/NFG	0,273	0,284	0,295	0,306	0,317	0,328	0,339	0,350
<b>Netto fin gjeldskrav</b>	<b>0,044</b>	<b>0,046</b>	<b>0,048</b>	<b>0,050</b>	<b>0,052</b>	<b>0,054</b>	<b>0,073</b>	<b>0,076</b>
<b>Minoritetskrav</b>								
Egenkapitalkrav	0,066	0,067	0,069	0,071	0,073	0,075	0,076	0,078
Likviditetspremie	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
<b>Minoritetskrav</b>	<b>0,068</b>	<b>0,069</b>	<b>0,071</b>	<b>0,073</b>	<b>0,075</b>	<b>0,077</b>	<b>0,078</b>	<b>0,080</b>

Tabell 3.8 Netto minoritetsrentabilitet Odfjell

Som tidligere antas det perfekte kapitalmarkeder og at minoriteten er balanseført til virkelig verdi. På denne måten kan netto minoritetsrentabilitet settes lik minoritetskravet i budsjettperioden. Ekstra likviditetspremie for minoriteten antas å være den samme som i analyseperioden, det vil si 2 %. Minoritetskravet beregnes ved å legge til ekstra likviditetspremie til egenkapitalkravet. I budsjettperioden øker minoritetskravet fra 6,8 % til 8 %, jamfør tabell 3.8.

Vi har nå funnet frem til alle de nødvendige verdidriverne som trengs for å sette opp fremtidsresultatregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. Se tabell 3.9.

<b>(USD 1000)</b>									
<b>Fremtidsresultat</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014 (T)</b>	<b>2015</b>
Driftsinntekter	1140297	1208851	1279454	1351988	1426316	1502285	1579725	1658711	1741646
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>97179</b>	<b>109027</b>	<b>121751</b>	<b>135370</b>	<b>149899</b>	<b>165347</b>	<b>181718</b>	<b>199045</b>	<b>208998</b>
Netto finansinntekter	10978	11474	11731	12408	13097	13794	14499	15212	15876
<b>Netto res sys kap</b>	<b>108156</b>	<b>120501</b>	<b>133482</b>	<b>147779</b>	<b>162996</b>	<b>179141</b>	<b>196218</b>	<b>214257</b>	<b>224873</b>
Netto finanskostnader	56207	55798	57543	61399	65375	69467	90276	95513	100388
Netto minoritetsresultat	373	283	301	330	362	395	430	466	507
<b>Fullstendig nettores ek</b>	<b>51576</b>	<b>64419</b>	<b>75638</b>	<b>86050</b>	<b>97259</b>	<b>109280</b>	<b>105512</b>	<b>118278</b>	<b>123978</b>
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>51576</b>	<b>64419</b>	<b>75638</b>	<b>86050</b>	<b>97259</b>	<b>109280</b>	<b>105512</b>	<b>118278</b>	<b>123978</b>
Netto betalt utbytte	29977	37442	43962	50013	56528	63515	61325	68745	72058
<b>Endring i EK</b>	<b>21599</b>	<b>-13164</b>	<b>12204</b>	<b>12023</b>	<b>11773</b>	<b>11455</b>	<b>11190</b>	<b>34690</b>	<b>51920</b>

<b>Fremtidsbalanse</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014 (T)</b>	<b>2015</b>
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>1689768</b>	<b>1665655</b>	<b>1701660</b>	<b>1737537</b>	<b>1773119</b>	<b>1808235</b>	<b>1843012</b>	<b>1935163</b>	<b>2031921</b>
Egenkapital	716589	703425	715629	727652	739425	750879	762070	796759	833028
Minoritetsinteresser	4087	4232	4531	4838	5154	5477	5807	6333	6907
Finansiell gjeld	1233362	1216975	1244521	1272026	1299367	1326418	1353271	1422345	1494944
Finansielle eiendeler	264270	258977	263021	266979	270827	274539	278135	290274	302943
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>969092</b>	<b>957998</b>	<b>981500</b>	<b>1005047</b>	<b>1028540</b>	<b>1051879</b>	<b>1075136</b>	<b>1132070</b>	<b>1192000</b>
<b>Netto driftskapital</b>	<b>1689768</b>	<b>1665655</b>	<b>1701660</b>	<b>1737537</b>	<b>1773119</b>	<b>1808235</b>	<b>1843012</b>	<b>1935163</b>	<b>2031921</b>

<b>Fremtidig ks</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014 (T)</b>	<b>2015</b>
Netto driftsresultat	97179	109027	121751	135370	149899	165347	181718	199045	208998
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i netto driftseiendeler	-72654	-24113	36005	35878	35581	35117	34777	92151	96758
<b>= Fri ks fra drift</b>	<b>169833</b>	<b>133140</b>	<b>85746</b>	<b>99493</b>	<b>114318</b>	<b>130230</b>	<b>146942</b>	<b>106895</b>	<b>112239</b>
+ Netto finansinntekter	10978	11474	11731	12408	13097	13794	14499	15212	15876
+ Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i finansielle eiendeler	18093	-5293	4044	3958	3848	3712	3597	12139	12669
<b>= Fri ks sys kap</b>	<b>162718</b>	<b>149907</b>	<b>93433</b>	<b>107943</b>	<b>123567</b>	<b>140312</b>	<b>157844</b>	<b>109967</b>	<b>115446</b>
- Netto finanskostnader	56207	55798	57543	61399	65375	69467	90276	95513	100388
- Unormale netto finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Økning i finansiell gjeld	-67534	-16387	27546	27505	27340	27051	26853	69073	72599
- Netto minoritetsresultat	373	283	301	330	362	395	430	466	507
+ Økning i minoritetsinteresser	-1430	145	299	308	315	323	330	526	574
<b>= Fri ks ek</b>	<b>32546</b>	<b>77584</b>	<b>63434</b>	<b>74027</b>	<b>85486</b>	<b>97825</b>	<b>94322</b>	<b>83588</b>	<b>87725</b>

Tabell 3.9 Fremtidig resultatregnskap, balanse og kontantstrøm Odfjell

## 6. Verdssettelse

I denne delen av oppgaven vil hensikten være å finne et verdiestimat på Odfjell. Dette gjøres basert på fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig kontantstrøm, som igjen bygger på den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Det finnes tre hovedmetoder for verdssettelse: fundamental verdssettelse, komparativ verdssettelse og opsjonsbasert verdssettelse. Videre vil disse hovedtypene presenteres og det vil foretas et valg av metode. Den estimerte verdien vi finner i verdssettelsen vil danne grunnlag for handlingen, det vil si hvorvidt man bør kjøpe eller selge Odfjellaksjen.

### 6.1 Verdssettelsesmetoder

#### Fundamental verdssettelse

Fundamental verdssettelse er en verdivurdering basert på analyse av underliggende forhold og utarbeidelse av prognosetall. Dette omfatter strategisk regnskapsanalyse, utarbeidelse av fullstendig fremtidsregnskap og fremtidige avkastningskrav. Innen fundamental verdssettelse er det to metoder man kan benytte: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

Velger man **egenkapitalmetoden**, hvor egenkapitalen verdsettes direkte, finnes det fire ulike metoder:

1. Fri kontantstrømmodellen: Ved bruk av denne metoden verdsettes egenkapitalen basert på nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen.
2. Dividendemodellen: I denne modellen ser man på dagens aksjekurs eller verdien av egenkapitalen som en funksjon av fremtidige dividender. Verdien av egenkapitalen er altså den neddiskonterte verdien av fremtidig utbytte.
3. Superprofittmodellen: Dersom denne metoden benyttes, verdsettes egenkapitalen ved hjelp av balanseført verdi av egenkapitalen inkludert eventuell fremtidig superprofitt til egenkapitalen.
4. Superprofitt vekstmodellen: Her settes verdien av egenkapitalen til den kapitaliserte verdien av nettoresultatet pluss nåverdien av superprofittveksten (Present Value of Growth Opportunities).

Fri kontantstrømmodellen og dividendemodellen er kontantstrømbaserte, mens superprofittmodellen og superprofitt vekstmodellen er regnskapsbaserte. Ved bruk av fri kontantstrømmodellen antas det implisitt at den frie kontantstrømmen tilsvarer det som faktisk blir utbetalt til eierne (Damodaran 2007). Dividendemodellen fungerer best dersom utdelingsforholdet er konstant, slik at utbetalt utbytte bare varierer med verdiskapningen det aktuelle året. Dette betyr med andre ord at ledelsen ikke tar hensyn til signaleffekten fastsettelsen av utbytte gir til markedet, og at de heller ikke unødvendig holder tilbake midler i selskapet (FIE427). I superprofittmodellen og superprofitt vekstmodellen fokuseres det på verdidriverne og det antas også at all endring i egenkapitalen kommer fra resultatet, det vil si at kongruensprinsippet er opprettholdt (BUS425). Ulempen med de to sistnevnte modellene er at de er komplekse. Ved konsistente forutsetninger og riktig bruk, er regnskapsbaserte og kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder alltid ekvivalente og gir alltid samme verdiestimat (BUS425).

Dersom **total kapitalmetoden** benyttes verdsettes egenkapitalen indirekte. I denne metoden verdsettes først netto driftskapital eller sysselsatt kapital, og deretter trekkes finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra. Hvis sysselsatt kapitalmetoden benyttes blir verdiestimat ulikt verdiestimatet ved bruk av netto driftskapitalmetoden. Ved konsistent bruk vil total kapitalmetoden gi samme verdiestimat som egenkapitalmetoden.

### **Komparativ verdsettelse**

Komparativ verdsettelse er en verdivurderingsmetode hvor egen bedrift sammenlignes med prising av tilsvarende bedrifter eller eiendeler. Det er to hovedtyper for komparativ verdsettelse:

1. Multiplikatormodeller: Denne typen modeller er en direkte komparativ verdsettelse hvor verdien av en bedrift settes ut fra børsverdien på tilsvarende bedrifter. Dersom det ikke finnes helt like bedrifter å sammenligne med, justeres det for ulikheter i fundamentale forhold. For å finne komparativ verdi multipliseres den komparative multiplikatoren med en basis for komparativ verdsettelse per aksje. Som eksempel på multiplikatormodell kan det nevnes pris – fortjeneste (P/E) og pris – bok (P/B).
2. Substansverdimodellen: I slike modeller verdsettes en bedrift indirekte ved å sammenligne eiendelene og gjelden i bedriften med markedsverdien på komparative eiendeler og gjeld. En forutsetning for å kunne benytte substansverdimodellen er at

det finnes aktive markeder hvor eiendelene kjøpes og selges. Egenkapitalverdien er markedsverdien (substansverdien) på eiendelene fratrasket markedsverdien på gjelden.

### **Opsjonsbasert verdsettelse**

Opsjonsbasert verdsettelse innebærer at til verdien av en realopsjon legges til fundamentalverdien av en bedrift for å finne bedriftens egentlige verdi. En realopsjon kan være for eksempel mulighet, men ingen plikt, til å ekspandere et prosjekt i fremtiden. Verdsettelse av realopsjoner utføres ved hjelp av binomisk opsjonsprising eller ved å benytte Black – Scholes modellen (FIE402E og FIE425).

## **6.2 Valg av verdsettelsesmetoder**

Valg av verdsettelsesmetode vil avhenge av hvilken bransje bedriften opererer i, hvor i livssyklusen bedriften befinner seg i, om det forventes fremdeles drift eller avvikling og tilgangen på data. I bransjer hvor eiendelene omsettes hyppig i aktive markeder som for eksempel shipping og eiendom, benyttes ofte substansverdimodellen. Derimot vil høyteknologibedrifter ofte verdsettes ved hjelp av multiplikatorer. I oppstartsfasen hvor kontantstrømmene vanligvis er negative og det er vanskelig å få tilgang til fundamental informasjon, benyttes gjerne multiplikatormodeller. Dersom bransjen er moden vil fundamental verdsettelse være den viktigste verdsettelsesteknikken siden det da er god tilgang på informasjon om underliggende forhold. For modne bedrifter vil det i tillegg være fornuftig å supplere med komparativ og/eller opsjonsbasert verdsettelse. I tilbakegangsfasen er fundamental verdsettelse vanlig ved lønnsom tilbakegang, dersom det er fare for konkurs (avvikling) bør det i stedet benyttes substansverdimodell (BUS425 og Investment Banking).

Siden Odfjell er del i en moden bransje er det valgt å benytte fundamental verdsettelse (egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden) som suppleres med en komparativ analyse. Tidligere er avkastningskrav beregnet basert på vektete balanseførte verdier og ikke virkelige verdier som i WACC. Dette vil føre til at vi ikke får samme verdiestimat ved verdsettelse ved hjelp av egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Det kan derfor i etterkant være fornuftig og foreta en stegvis konvergering av verdiestimatene ved å endre vektene, helt til man får sammenfallende verdiestimat ved bruk av begge metodene. I tilfeller

hvor verdiestimatene ikke avviker mye vil gjennomsnittlig verdiestimat kunne benyttes i stedet for å gjennomføre konvergering.

## 6.3 Avkastningskrav i fremtiden

Ved bruk av egenkapitalmetoden må avkastningskrav til egenkapitalen beregnes for hele budsjettperioden og i horisonten. Vi bruker samme fremgangsmåte som i regnskapsanalysen det vil si at vi setter netto driftsbeta konstant lik 0,2592 og finner hvor stor andel egenkapitalen utgjør av netto driftskapital og tilsvarende for minoritetsinteressene. Basert på dette, og under forutsetning av at Miller og Modiglianis proposition 1 holder, beregnes egenkapitalbetaen for hvert av årene.

For å finne egenkapitalkravet er det valgt å fokusere på norske investorers perspektiv, det vil si at det tas hensyn til utbytteskatten i Norge i fremtidsbudsjettet. Utbytteskatten innebærer at personlige skatteyttere fra 2006 må betale 28 % skatt på utbytte. Den effektive skatten vil være vesentlig lavere enn 28 % som følger av at investorer oppnår både skjermingsfradrag og benytter andre tilpasninger. Effektiv skattesats antas å være 6 % i horisonten og at den øker lineært fra 2006 (FIE432). Beregning av egenkapitalkrav er vist i tabell 3.8.

For å kunne benytte totalkapitalmetoden må avkastningskrav til totalkapitalen beregnes, det vil si netto driftskrav. Netto driftskrav beregnes på samme måte som tidligere ved å vekte summen av egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav. Beregningene er vist i tabell 4.0. De nødvendige avkastningskravene og betaverdiene er regnet ut under steg 9, jamfør tabell 3.8.

<b>Netto driftskrav</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Egenkapitalkrav	0,0656	0,0674	0,0691	0,0709	0,0727	0,0746	0,0764	0,0783
EK/NDK	0,4241	0,4223	0,4205	0,4188	0,4170	0,4153	0,4135	0,4117
Minoritetskrav	0,0676	0,0694	0,0711	0,0729	0,0747	0,0766	0,0784	0,0803
MI/NDK	0,0024	0,0025	0,0027	0,0028	0,0029	0,0030	0,0032	0,0033
Netto finansielt gjeldskrav	0,0437	0,0458	0,0479	0,0500	0,0521	0,0543	0,0732	0,0761
NFG/NDK	0,5735	0,5751	0,5768	0,5784	0,5801	0,5817	0,5834	0,5850
<b>Netto driftskrav</b>	<b>0,0530</b>	<b>0,0549</b>	<b>0,0569</b>	<b>0,0588</b>	<b>0,0608</b>	<b>0,0628</b>	<b>0,0746</b>	<b>0,0771</b>

Tabell 4.0 Netto driftskrav for Odfjell

## 6.4 Fundamental verdsettelse

Odfjell vil bli negativt påvirket av den nye skattereformen for rederiene. Hvor hardt Odfjell vil bli rammet vil forbli usikkert til skattereformen er endelig vedtatt. Det som er sikkert er at tilbakebetaling av skatt vil påvirke egenkapitalen i Odfjell negativt, noe som igjen vil kunne gå ut over fremtidige investeringer. I Odfjells rapport for tredje kvartal melder selskapet at det planlagte utbyttet ikke vil bli utbetalt som følge av den nye skattereformen (Analytikerrapport fra Nordea Markets og 3. kvartalsrapport Odfjell). Tall for tredje kvartal er ikke innarbeidet i analysene. Vi har valgt å ikke legge inn eventuelle effekter av skattereformen i vår verdsettelse i dette kapitlet, siden det fortsatt foreligger stor usikkerhet når det gjelder hvor hardt den nye skattereformen vil ramme Odfjell. Dessuten har professor Petter Bjersund ved Norges Handelshøyskole uttalt til Dagens Næringsliv 17.09.2007 at *Markedet betrakter det kort og godt som usannsynlig at rederiene må betale skatteregningen*. Dette har han konkludert basert på en analyse som viste at børskursene ikke reagerte på offentliggjøringen av ny skattereform. Han mener at rederiene vil kunne utsette skattebetalingen ved å avregne denne mot miljøinvesteringer frem mot stortingsvalget i 2009, hvor det ved et eventuelt regjeringsskifte kan bli omkamp om rederibeskatning. Det er altså fortsatt stor usikkerhet rundt den nye rederibeskatningen. Analyse av effekten av den nye skattereformen vil komme i kapittel 6.7.

**Egenkapitalmetoden:** Vi har benyttet både fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen når vi verdsetter Odfjell etter egenkapitalmetoden, jamfør tabell 4.1. Ved å benytte to modeller kan vi sjekke at vi har regnet riktig. Diskonteringsfaktoren som benyttes er hentet fra tabell 3.8. Verdsettelsen gir en verdi på egenkapitalen på rundt 2,33 milliarder dollar. Gjennomsnittlig antall utestående aksjer for Odfjell i 2006 var 86 768 948. Det blir marginale forskjeller ved bruk av de to ulike modellene, USD 26,86 per aksje versus USD 26,44 per aksje. Grunnen til ulikheten kan komme av avrundinger tidligere i oppgaven og dollarkurs. Det er derfor valgt å runde begge av til gjennomsnittet på USD 26,65 per aksje. For å finne verdien i norske kroner, benyttes valutakursen 31.12.2006 på 6,27 USD / NOK. Dermed blir vårt estimat i norske kroner på 167 per aksje. Under fremkommer formlene til fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden og superprofittmodellen.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(FKE_t)}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{E(FKE_T)}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$



$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E(NRE_t - ekk_t * EK_{t-1})}{(1 + ekk_1) * ... * (1 + ekk_t)} + \frac{E(VEK_T - EK_T)}{(1 + ekk_1) * ... * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

Hvor FKE er fri kontantstrøm til egenkapitalen, VEK er verdi av egenkapitalen og ekv er egenkapitalveksten.

<b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Fri kontantstrøm til egenkapital		77584	63434	74027	85486	97825	94322	83588	87725
Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,22	1,31	1,41	1,52	1,64	0,046
Nåverdi		72687	55588	60576	65211	69446	62205	51121	1893587
Nåverdi FKE	436 833								
PV Terminal value	1 893 587								
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>2 330 420</b>								
Antall aksjer i tusen	86 769								
<b>Aksjeverdi</b>	<b>26,86</b>	<b>26,65</b>							
<b>USD/NOK per 31.12.06</b>	<b>6,27</b>	<b>6,27</b>							
<b>Aksjeverdi (i NOK)</b>	<b>168,40</b>	<b>167,09</b>							

<b>Superprofittmodellen</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Balanseført egenkapital	716589								
Superprofitt - merverdi		19881	29185	38438	48693	60003	51639	59571	62627
Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,22	1,31	1,41	1,52	1,64	0,046
Nåverdi		18627	25575	31454	37144	42596	34056	36432	1351835
Nåverdi	225 884								
PV Terminal value	1 351 835								
<b>Verdi av EK</b>	<b>2 294 309</b>								
Antall aksjer i tusen	86 769								
<b>Aksjeverdi</b>	<b>26,44</b>	<b>26,65</b>							
<b>USD/NOK per 31.12.06</b>	<b>6,27</b>	<b>6,27</b>							
<b>Aksjeverdi (i NOK)</b>	<b>165,79</b>	<b>167,09</b>							

Tabell 4.1 Verdsettelse etter egenkapitalmetoden

**Totalkapitalmetoden:** Som ved egenkapitalmetoden, benyttes både kontantstrømmodellen og superprofittmetoden når vi skal verdsette Odfjell etter totalkapitalmetoden. Diskonteringsfaktorene som er brukt er hentet fra tabell 4.0. Verdsettelsen gir en verdi på egenkapitalen på rundt 2,36 milliarder dollar. Her blir det ingen forskjeller ved bruk av de to ulike modellene, begge metodene gir USD 27,3 per aksje. Som over benytter vi valutakursen på 6,27 USD / NOK. Vårt estimat i norske kroner blir dermed på 171 kroner per aksje. Beregningene fremkommer i tabell 4.2. Under fremkommer formlene som er brukt for å finne frem til fri kontantstrøm fra drift modellen og superprofitt fra drift.

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(FKD_t)}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{E(FKD_T)}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

$$VNDK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E(SPD_t)}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{E(SPD_T)}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Hvor VNDK er verdi av netto driftskapital, FKD er fri kontantstrøm fra drift, ndv er netto driftsvekst og SPD er superprofitt fra drift.

<b>Fri kontantstrøm fra drift modellen</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Fri kontantstrøm fra drift		133140	85746	99493	114318	130230	146942	106895	112239
Diskonteringsfaktor		1,05	1,11	1,18	1,25	1,33	1,43	1,54	0,042
Nåverdi		126206	76907	84279	91289	97853	102748	69398	2693146
Nåverdi	648 679								
PV Terminal value	2 693 146								
Verdi av netto driftskapital	3 341 825								
Netto finansiell gjeld	969 092								
Minoritetsinteresser	4 087								
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>2 368 646</b>								
Antall aksjer i tusen	86 769								
<b>Aksjeverdi</b>	<b>27,30</b>								
<b>USD/NOK per 31.12.06</b>	<b>6,27</b>								
<b>Aksjeverdi (i NOK)</b>	<b>171,16</b>								

<b>Superprofittmodellen</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Balanseført netto driftskapital	1 689 768								
Superprofitt fra drift		16186	27028	35286	44284	54040	46880	57029	59880
Diskonteringsfaktor		1,05	1,11	1,18	1,25	1,33	1,43	1,54	0,042
Nåverdi		15343	24241	29890	35363	40605	32781	37024	1436810
Nåverdi	215 247								
PV Terminal value	1 436 810								
Verdi av netto driftskapital	1 652 057								
Netto finansiell gjeld	969 092								
Minoritetsinteresser	4 087								
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>2 368 646</b>								
Antall aksjer i tusen	86 769								
<b>Aksjeverdi</b>	<b>27,30</b>								
<b>USD/NOK per 31.12.06</b>	<b>6,27</b>								
<b>Aksjeverdi (i NOK)</b>	<b>171,16</b>								

Tabell 4.2 Verdsettelse etter totalkapitalmetoden

Verdiene vi har kommet frem til ved hjelp av egenkapital – og totalkapitalmetoden avviker noe fra hverandre. Dette kommer av at det er benyttet budsjetterte verdier og avkastningskrav, i stedet for markedsverdier. Dersom avviket hadde vært større enn det vi

har funnet, burde det vært foretatt en konvergering av verdiestimatene. Dette gjøres ved at en oppdaterer fremtidsregnskapet basert på estimatet for egenkapitalen, og finner nye avkastningskrav og betaverdier. Prosessen gjentas helt til egenkapital – og totalkapitalmetoden konvergerer mot samme verdi. Ettersom våre estimer er relativt like og bare avviker med mindre enn en dollar (26,65 versus 27,3) per aksje, velger vi å benytte gjennomsnittet av de to estimatene. Begrunnelsen for dette er at konvergering, etter vårt skjønn ikke vil gi noe mer nøyaktig estimat enn det gjennomsnittet gir i dette tilfellet. Vi har også her veid tidsbruken ved konvergering opp mot utbyttet av å få et konvergent estimat. Ved bruk av gjennomsnittet finner vi en verdi per aksje på USD 26,97, dette tilsvarer NOK 169,13 per aksje 31.12.2006, og en egenkapitalverdi på 14 675 232 175 kroner.

Ettersom det har vært ett valutakursfall det siste året, har vi valgt å justere vårt estimat med en valutakurs på 5,4 USD / NOK per 05.11.2007 ([www.dn.no](http://www.dn.no)). Odfjell har to aksjeklasser, representert ved A – og B – aksjer, hvor B – aksjene ikke har stemmerett. Begge aksjeklassene har imidlertid rett til dividende. For å ta hensyn til forskjellen mellom A – og B – aksjene, er det videre antatt et forhold mellom A og B aksjer på henholdsvis 52,24 % og 47,76 %. Disse vektene er basert på hvordan markedet priser B- aksjene i forhold til A – aksjene. Dette innebærer at A – aksjen vil få en andel av verdiestimatet på 1,0224, mens B – aksjen vil få en andel på 0,9776. Deretter benyttes formelen nedenfor for å finne verdi per aksje 05.11.2007. Hvor estimert kurs er vårt valutajusterte estimat, ekk er avkastningskravet til egenkapitalen i 2007 og m/n tilsvarer antall måneder dividert med totalt antall måneder i ett år (her 10/12).

$$\text{VEK per aksje} = \text{estimert kurs}_t * (1 + \text{ekk}_t)^{(m/n)}$$

Dette gir oss et estimat på 157 for A aksjen og 150 for B aksjen. Dagens børskurs (05.11.2007) er på henholdsvis 93,25 og 85,25.

## 6.5 Sensitivitetsanalyse

Ettersom verdiestimatet til Odfjell er basert på estimerte verdier for budsjettdriverne og verdidriverne, vil det være en god del usikkerhet knyttet til dette. Ved hjelp av en sensitivitetsanalyse kan vi endre kritiske budsjett – og verdidrivere, og se hvordan dette slår ut på verdiestimatet. Når det gjelder budsjett drivere analyseres driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Budsjett drivere er variabler som

påvirker kontantstrømmen. Verdidrivere påvirker diskonteringsfaktoren, blant disse analyseres risikofri rente og markedets risikopremie. I sensitivitetsanalysen er det tatt utgangspunkt i aksjeverdien (i USD) fra egenkapitalmetoden, basert på fri kontantstrøm til egenkapital. Dette har vi gjort for å forenkle analysen. Utgangspunktet for våre analyser er med andre ord USD 26,86. Sensitivitetsanalysen er basert på å endre variablene hver for seg og viser ikke simultane endringer. Dersom flere av variablene hadde vært endret samtidig ville dette gitt andre resultater.

<b>Driftsinntektsvekst</b>	<b>Estimat</b>	<b>-20 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>15 %</b>	<b>20 %</b>
Ny verdi	<b>0,05</b>	0,0400	0,0425	0,0450	0,0475	0,0525	0,0550	0,0575	0,0600
Aksjeverdi	<b>26,86</b>	24,31	25,07	25,58	26,36	27,68	28,21	29,02	29,56
Prosentvis endring ifht estimat	<b>0 %</b>	-9,49 %	-6,66 %	-4,77 %	-1,86 %	3,05 %	5,03 %	8,04 %	10,05 %

<b>Netto driftsmargin</b>	<b>Estimat</b>	<b>-20 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>15 %</b>	<b>20 %</b>
Ny verdi	<b>0,12</b>	0,0960	0,1020	0,1080	0,1140	0,1260	0,1320	0,1380	0,1440
Aksjeverdi	<b>26,86</b>	15,28	18,18	21,07	23,96	29,75	32,64	35,54	38,43
Prosentvis endring ifht estimat	<b>0 %</b>	-43,11%	-32,32%	-21,56%	-10,80%	10,76 %	21,52 %	32,32 %	43,08 %

<b>Omløpshastigheten nde</b>	<b>Estimat</b>	<b>-20 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>15 %</b>	<b>20 %</b>
Ny verdi	<b>0,9</b>	0,7200	0,7650	0,8100	0,8550	0,9450	0,9900	1,0350	1,0800
Aksjeverdi	<b>26,86</b>	10,98	14,89	18,88	22,89	30,76	34,59	38,31	41,93
Prosentvis endring ifht estimat	<b>0 %</b>	-59,12%	-44,56%	-29,71%	-14,78%	14,52 %	28,78 %	42,63 %	56,11 %

<b>Risikopremie</b>	<b>Estimat</b>	<b>-20 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>15 %</b>	<b>20 %</b>
Ny verdi	<b>0,05</b>	0,0400	0,0425	0,0450	0,0475	0,0525	0,0550	0,0575	0,0600
Aksjeverdi	<b>26,86</b>	35,03	32,55	30,4	28,52	25,38	24,06	22,87	21,79
Prosentvis endring ifht estimat	<b>0 %</b>	30,42 %	21,18 %	13,18 %	6,18 %	-5,51 %	-10,42%	-14,85%	-18,88%

<b>Risikofri rente</b>	<b>Estimat</b>	<b>-20 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>	<b>15 %</b>	<b>20 %</b>
Ny verdi	<b>0,05</b>	0,0400	0,0425	0,0450	0,0475	0,0525	0,0550	0,0575	0,0600
Aksjeverdi	<b>26,86</b>	40,7	36,47	32,82	29,65	24,93	22,19	20,21	18,43
Prosentvis endring ifht estimat	<b>0 %</b>	51,53 %	35,78 %	22,19 %	10,39 %	-7,19 %	-17,39%	-24,76%	-31,38%

Tabell 4.3 Sensitivitetsanalyse

Analysen viser at det er terminal value som påvirkes i størst grad av endringer i variablene. Av verdidriverne er det endringen i omløpshastigheten til netto driftseiendeler som gir størst utslag på verdien av egenkapitalen per aksje, jamfør tabell 4.3. Selv små endringer på +/- 5 % ga store utslag både for omløpshastigheten til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. Det tyder på at verdiestimatet er veldig sensitiv overfor endring i disse variablene. Endring i driftsinntektsveksten er den som gir minst utslag på estimert verdi. Når det gjelder driftsinntektsveksten vil eksempelvis en endring på + 20 % gi en økning i aksjeverdien på 10,05 %.

Når det gjelder verdidriverne vil en økning i risikofri rente føre til at avkastningskravet øker, og verdien på egenkapitalen reduseres. Dette gjelder også for risikopremien, en økning i risikopremien på 20 % vil føre til en reduksjon i egenkapitalverdien på 18,88 %. Risikofri rente er den verdidriveren som gir størst utslag. Verdien på egenkapitalen per aksje varierer mellom 40,7 og 18,43, noe som viser at estimatet på verdien av egenkapitalen er svært sensitiv overfor endring i risikofri rente.

**Konklusjon fundamental verdsettelse:** Gjennom den fundamentale verdsettelsen har vi funnet et estimat for verdien av egenkapitalen per aksje på 157 for A - aksjen og 150 for B – aksjen per 05.11.2007. Det knytter seg usikkerhet i våre estimer og vi har derfor valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Denne viste verdiestimatets sensitivitet i forhold til ulike budsjett – og verdidrivere. Blant budsjettdriverne er vårt estimat mest sensitiv overfor endring i omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Når det gjelder verdidriverne er det risikofri rente som har størst påvirkning på vårt estimat. Vi vil nå foreta en supplerende verdivurdering i form av komparativ verdsettelse.

## 6.6 Komparativ verdsettelse

Vi har valgt å benytte en multiplikatoranalyse. Metoden er enklere og mindre omfattende enn fundamentalanalysen, derfor benyttes den mye i praksis. Som tidligere nevnt har vi valgt Broström og Stolt – Nielsen som sammenlignbare bedrifter, disse har noenlunde lik kapitalstruktur som Odfjell. Det er derfor gunstig å benytte gjennomsnittet av multiplikatorene fra disse som utgangspunkt for komparativ verdsettelse av Odfjell, uten å justere for ulikheter i kapitalstruktur.

**Multiplikatoranalyse:** Vi har valgt å ta utgangspunkt i egenkapitalmetoden for å utføre multiplikatoranalysen. Her verdsettes verdien av egenkapital per aksje direkte som:  $\text{Pris} = \text{multiplikator} * \text{Basis}$ , hvor basis kan være for eksempel fortjeneste per aksje. Her benyttes multiplikatorene pris - fortjeneste (P/E) og pris - bok (P/B). Pris vil være dagens aksjekurs (05.11.2007). Problemet med P/E og P/B er som tidligere nevnt at de ikke tar hensyn til forskjeller i gjeldsgrad mellom selskapene og heller ikke ulikt avskrivningsgrunnlag (Gjesteforelesning 08.11.2007 med Peter Hermanrud, First Securities). Aksjekursen til Broström er oppgitt i svenske kroner. Valutakursen per 05.11.2007 benyttes i omgjøringen av aksjekursen til norske kroner.

<b>P/E</b>		<b>P/B</b>	
<b>Odfjell</b>		<b>Odfjell</b>	
<b>A-aksje</b>		<b>A-aksje</b>	
Aksjekurs	93,25	Egenkapital 31.12.06	3386271222
Netto resultat til egenkapitalen	457334812	Antall aksjer	64190244
Antall aksjer	64190244	Egenkapital per aksje	52,75
Netto resultat til egenkapital per aksje	7,12	Aksjekurs	93,25
<b>P/E</b>	<b>13,09</b>	<b>P/B</b>	<b>1,77</b>
<b>B-aksje</b>		<b>B-aksje</b>	
Aksjekurs	85,25	Egenkapital 31.12.06	1016428728
Netto resultat til egenkapitalen	137274368	Antall aksjer	19267449
Antall aksjer	19267449	Egenkapital per aksje	52,75
Netto resultat til egenkapital per aksje	7,12	Aksjekurs	85,25
<b>P/E</b>	<b>11,97</b>	<b>P/B</b>	<b>1,62</b>
<b>Samlet P/E Odfjell</b>	<b>12,83</b>	<b>Samlet P/B Odfjell</b>	<b>1,73</b>
<b>Broström</b>		<b>Broström</b>	
Aksjekurs (i NOK)	62,18	Egenkapital 31.12.06	2348923830
Netto resultat til egenkapitalen	364236840	Antall aksjer	65797184
Antall aksjer	65797184	Egenkapital per aksje	35,70
Netto resultat til egenkapital per aksje	5,54	Aksjekurs (i NOK)	62,18
<b>P/E</b>	<b>11,23</b>	<b>P/B</b>	<b>1,74</b>
<b>Stolt - Nielsen</b>		<b>Stolt-Nielsen</b>	
Aksjekurs	155,5	Egenkapital 31.12.06	3675041370
Netto resultat til egenkapitalen	438260460	Antall aksjer	44698944
Antall aksjer	44698944	Egenkapital per aksje	82,22
Netto resultat til egenkapital per aksje	9,80	Aksjekurs	155,50
<b>P/E</b>	<b>15,86</b>	<b>P/B</b>	<b>1,89</b>
<b>Bransje P/E</b>	<b>13,55</b>	<b>Bransje P/B</b>	<b>1,82</b>
<b>Komparativ verdsettelse av Odfjell</b>		<b>Komparativ verdsettelse av Odfjell</b>	
	96,51		95,83
	96,51		95,83
Total	193,02	Total	191,66
Aksje A	197,35	Aksje A	195,95
Aksje B	188,70	Aksje B	187,37
<b>Fremskriving 05.11.07</b>	<b>175,28</b>	<b>Fremskriving 05.11.07</b>	<b>174,05</b>
<b>Aksje A</b>	<b>179,21</b>	<b>Aksje A</b>	<b>177,94</b>
<b>Aksje B</b>	<b>171,36</b>	<b>Aksje B</b>	<b>170,15</b>

Tabell 4.4 Verdsettelse basert på P/E og P/B

I tabell 4.4 er P/E beregnet for hvert av selskapene i bransjen (Broström og Stolt – Nielsen) og det er funnet et bransjesnitt som tilsvarer multiplikatoren. Egenkapitalverdien til Odfjell finnes ved å multiplisere multiplikatoren med Odfjells fortjeneste per aksje. I beregningen

for antall aksjer, er det trukket ut bedriftens beholdning av egne aksjer, slik at vi står igjen med antall utestående aksjer. Når vi fremskriver aksjeverdien til 05.11.2007 får vi at estimert pris på A – aksjen er 179 og B – aksjen er 171.

I P/B beregningene er bransjesnittet funnet på samme måte som over og deretter er prisen på A – aksjen og B – aksjen fremskrevet til 05.11.2007 beregnet. Estimatenes for aksjeverdiene blir henholdsvis 178 og 170.

For å kunne vurdere rimeligheten av våre estimater for P/E og P/B for de tre selskapene, er estimatene sammenlignet med DnB NOR Markets estimater i morgenrapporten for 05.11.2007 ([www.dnbnor.no/markets](http://www.dnbnor.no/markets)). Vi ser at våre estimater ligger stort sett nær DnB NORs estimater, eksempelvis er vårt estimat på P/B for Odfjell 1,73 mot tilsvarende tall fra DnB NOR lik 1,8. Våre estimater er også sammenlignet med multiplikatorer som er opplyst i årsrapportene og på bedriftene sine nettsider. Også disse indikerer at våre estimater er rimelige, for eksempel ser vi at P/E for Odfjell er 12,8 i årsrapporten og vårt estimat er på 12,83.

**Substansverdianalyse:** Substansverdianalyse er en vanlig og mye brukt verdsettelsesmetode i shippingbransjen. For å kunne benytte denne analysen må ulike shippingmeglere kontaktes for å få markedsverdi på flåten. Det er vanlig å innhente markedsinformasjon fra 3 til 5 ulike meglerhus og benytte gjennomsnittet av disse estimatene.

Etter å ha kontaktet en rekke meglerhus for å få tak i markedsverdien på Odfjell sin flåte, viste det seg å være svært vanskelig å få tilgang til dette. Årsaken var at Odfjell sin flåte består av spesialtilpassete skip og at disse svært sjeldent blir kjøpt eller solgt i markedet. Det var også en del meglerhus som ikke ville gi ut informasjon av hensyn til sine kunder. En annen måte å få estimert markedsverdien av flåten er å se på prisen på nybygging av slike skip, og med utgangspunkt i dette estimere en markedsverdi. Av tidshensyn og en avveining mellom nytte og arbeidsmengde, har vi ikke kunnet foreta dette. Vi har lagt mye arbeid ned i å få tak i markedsverdier, men dessverre var ikke dette mulig. Derfor utgår denne delen av verdsettelsen.

**Konklusjon komparativ verdsettelse:** Vi benyttet her multiplikatormodellen for å verdsette Odfjell. Vi fikk verdiestimer ved hjelp av P / E og P / B. Verdiestimatene vi kom frem til var for A – aksjen henholdsvis 179 og 178, og for B – aksjen 171 og 170.

Når multiplikatorene for Odfjell sammenlignes med gjennomsnittet for bransjen, ser vi at Odfjells multiplikatorer er noe lavere enn for bransjen. Eksempelvis er  $P / E$  for Odfjell 12,83 mot et bransjegjennomsnitt på 13,55. Ved første øyekast kan det se ut til at Odfjell komparativt sett er noe undervurdert i forhold til bransjen. Multiplikatormodellen er sensitiv overfor hvilke selskaper som inngår i bransjen. Siden vi her kun har Stolt – Nielsen og Broström som komparative bedrifter, kan vi ikke med sikkerhet si hvorvidt Odfjell, komparativt sett, er undervurdert.

## 6.7 Fundamental verdsettelse med ny skattereform

I denne delen av oppgaven vil vi forsøke å vise effektene av en gjennomføring av den foreslåtte rederibeskatningen. Fra 1996 til nå har det vært en ordning med særskilt beskatning av rederier. Denne ordningen har innebåret at nettoinntekt fra drift og utleie av skip har vært skattefri. Virkningen av dette har vært at rederiene har opptjent en ubeskattet egenkapital. En forutsetning for å komme under disse reglene har vært at rederiene ikke har trått ut av ordningen ved å flytte utenlands. Dersom et rederi gikk ut av ordningen ble det foretatt et inntektsoppgjør hvor blant annet rederiets opptjente, ubeskattete egenkapital kom til beskatning (FIE431).

7. september offentliggjorde finansminister Kristin Halvorsen den nye skattereformen hvor rederiene skal betale skatt for opptjent ubeskattet egenkapital. Ordningen vil kunne ha virkning fra 01.01.2007. Den nye beskatningsmodellen for rederivirksomhet (St. prp. nr. 1 2007-2008) innebærer at skipsfartsinntekter opptjent under den nye ordningen blir skattefrie. Opptjent egenkapital som ikke er beskattet under ordningen kan utbetales i form av dividende, uten at dette utløser skatt på selskapets hånd. Rederiene kan dessuten tre ut av ordningen ved utflagging, uten at dette vil medføre at opptjent ubeskattet egenkapital vil bli beskattet. Den nye ordningen innebærer også en skattesats på 0,6 prosent, som tilsvarer skatten for rederier ellers i Europa (Dagens Næringsliv, FIE431).

Med innføring av den nye rederibeskatningsordningen vil ordningen fra 1996 avvikles. Denne overgangen innebærer at 2/3 av den opptjente ubeskattete egenkapitalen kommer til beskatning. Skatten vil betales lineært over 10 år fra og med 2007. Den resterende tredjedelen kan avskrives mot et miljøfond som skal gå til gjennomføring av klimatiltak. Som nevnt i den strategiske analysen fokuserer Odfjell mye på miljø og sikkerhet. Det er derfor nærliggende å anta at de har en del planlagte investeringer som kan inngå i



---

miljøfondet, slik at 1/3 av skattegjelden kan avskrives. Dersom det ikke gjennomføres avsetning til miljøfond vil denne delen også bli beskattet.

Trolig vil avsetningene som blir gjort i forbindelse med miljøfondet gå til allerede planlagte investeringer i miljøtiltak, og dermed ikke ha noen stor innvirkning for rederiene. Den norske Revisorforening mener at rederiene må sette av for 28 % skatt på hele det aktuelle skattekredittbeløpet første år i den nye ordningen. De reiser dermed tvil rundt hvorvidt tredjedelen som skal gå til et miljøfond, skal kunne regnskapsføres, i samsvar med GRS og IFRS, som egenkapital (Dagens Næringsliv 19.11.2007).

Vi har valgt å se på effektene av den nye skattereformen ved å se på endring i verdi av A – aksjen og B – aksjen ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapital metoden. For å kunne gjennomføre analysen er det forutsatt at 2/3 av opptjent ubeskattet egenkapital betales lineært over 10 år fra og med 2007. Det har, i avisene, vært ulike estimater på hvor stor skattegjelden er for Odfjell. Vi har valgt å ta utgangspunkt i estimatet på 1,2 milliarder norske kroner (Dagens Næringsliv 17.09.2007). Videre er det forutsatt at Odfjell velger å avsette 1/3 av denne gjelden i et miljøfond, denne tredjedelen avskrives dermed. For å forenkle analysene er det valgt å behandle miljøfondet som egenkapital, selv om dette ikke er korrekt regnskapsmessig. Vi har også forenklet beregningene ved å velge å benytte dollarkursen per 31.12.2006 på 6,27 for å regne om skattegjelden i dollar, siden det er vanskelig og predikere hva dollarkursen vil være det enkelte år i fremtiden. Tilbakebetaling av skattegjeld hvert år er vist i tabell 4.5.

USD 1000	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattegjeld per 31.12.2006	191 388										
2/3 tilbakebetales	127 592	12 759	12 759	12 759	12 759	12 759	12 759	12 759	12 759	12 759	12 759
1/3 miljøinvesteringer	63 796										

Tabell 4.5

Basert på disse forutsetningene er det satt opp nytt fremtidsregnskap, ny fremtidsbalanse og fremtidskontantstrøm som inkluderer virkningen av skattebetalingen (se tabell 4.6).

Fremtidsres	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	1127538	1196092	1266695	1339229	1413557	1489526	1566966	1645952	1728887	1815970	1920165
<b>Netto driftsres</b>	<b>96091</b>	<b>107876</b>	<b>120537</b>	<b>134093</b>	<b>148558</b>	<b>163942</b>	<b>180251</b>	<b>197514</b>	<b>207466</b>	<b>217916</b>	<b>230420</b>
Netto fin innt	10978	11474	11731	12408	13097	13794	14499	15212	15876	16568	17292
<b>Netto res sys kap</b>	<b>107069</b>	<b>119350</b>	<b>132268</b>	<b>146501</b>	<b>161655</b>	<b>177737</b>	<b>194750</b>	<b>212726</b>	<b>223342</b>	<b>234485</b>	<b>247711</b>
Netto fin kostnad	56207	55798	57543	61399	65375	69467	90276	95513	100388	105512	110898
Netto min res	373	283	301	330	362	395	430	466	507	550	598
<b>Fullst nettores ek</b>	<b>50489</b>	<b>63269</b>	<b>74424</b>	<b>84772</b>	<b>95918</b>	<b>107875</b>	<b>104044</b>	<b>116746</b>	<b>122447</b>	<b>128423</b>	<b>136216</b>
Unorm netto driftsres	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unorm netto finres	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fullst nettores</b>	<b>50489</b>	<b>63269</b>	<b>74424</b>	<b>84772</b>	<b>95918</b>	<b>107875</b>	<b>104044</b>	<b>116746</b>	<b>122447</b>	<b>128423</b>	<b>136216</b>
Netto betalt utbytte	29345	36773	43256	49271	55749	62699	60472	67855	71168	74641	79171
<b>Endring i EK</b>	<b>21144</b>	<b>26496</b>	<b>31168</b>	<b>35501</b>	<b>40169</b>	<b>45177</b>	<b>43572</b>	<b>48892</b>	<b>51279</b>	<b>53781</b>	<b>57045</b>

Fremtidsbalanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Netto driftseien</b>	<b>1677009</b>	<b>1652895</b>	<b>1688901</b>	<b>1724778</b>	<b>1760359</b>	<b>1795476</b>	<b>1830253</b>	<b>1922404</b>	<b>2019162</b>	<b>2120758</b>	<b>2240193</b>
Egenkapital	703830	690666	702870	714893	726666	738120	749310	784000	820254	858121	910429
Minoritetsinteresser	4087	4232	4531	4838	5154	5477	5807	6333	6907	7534	8217
Finansiell gjeld	1233362	1216975	1244521	1272026	1299367	1326418	1353271	1422345	1494944	1571248	1651448
Finansielle eiendeler	264270	258977	263021	266979	270827	274539	278135	290274	302943	316165	329964
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>969092</b>	<b>957998</b>	<b>981500</b>	<b>1005047</b>	<b>1028540</b>	<b>1051879</b>	<b>1075136</b>	<b>1132070</b>	<b>1192000</b>	<b>1255103</b>	<b>1321547</b>
<b>Netto driftskap</b>	<b>1677009</b>	<b>1652895</b>	<b>1688901</b>	<b>1724778</b>	<b>1760359</b>	<b>1795476</b>	<b>1830253</b>	<b>1922404</b>	<b>2019162</b>	<b>2120758</b>	<b>2240193</b>

<b>Fremtidig ks</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Netto driftsresultat	96091	107876	120537	134093	148558	163942	180251	197514	207466	217916	230420
+ Unorm netto driftres	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning netto driftseien	-72654	-24113	36005	35878	35581	35117	34777	92151	96758	101596	119435
<b>= Fri ks drift</b>	<b>168745</b>	<b>131990</b>	<b>84532</b>	<b>98215</b>	<b>112977</b>	<b>128826</b>	<b>145474</b>	<b>105364</b>	<b>110708</b>	<b>116320</b>	<b>110985</b>
+ Netto finansinntekter	10978	11474	11731	12408	13097	13794	14499	15212	15876	16568	17292
+ Unorm netto fin innt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i fin eiend	18093	-5293	4044	3958	3848	3712	3597	12139	12669	13222	13799
<b>= Fri ks sys kap</b>	<b>161630</b>	<b>148757</b>	<b>92219</b>	<b>106665</b>	<b>122226</b>	<b>138908</b>	<b>156377</b>	<b>108436</b>	<b>113915</b>	<b>119667</b>	<b>114478</b>
- Netto finanskostn	56207	55798	57543	61399	65375	69467	90276	95513	100388	105512	110898
- Unorm netto finkost	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Økning i fin gjeld	-67534	-16387	27546	27505	27340	27051	26853	69073	72599	76305	80199
- Netto minoritetsres	373	283	301	330	362	395	430	466	507	550	598
+ Økning min	-1430	145	299	308	315	323	330	526	574	626	683
<b>= Fri ks ek</b>	<b>36086</b>	<b>76433</b>	<b>62220</b>	<b>72749</b>	<b>84145</b>	<b>96421</b>	<b>92854</b>	<b>82057</b>	<b>86194</b>	<b>90536</b>	<b>83865</b>

Tabell 4.6 Fremtidsresultat, balanse og kontantstrøm med skattebetaling

Basert på fremtidig kontantstrøm er verdien av egenkapitalen beregnet ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapital metoden. Verdien av egenkapitalen, når man tar hensyn til Odfjell sin betaling av skattegjeld på 1,2 milliarder norske kroner over 10 år, er USD 2 083 041 000 jamfør tabell 4.7. Dette gir en fremskrevet verdi per A – aksje og B – aksje på henholdsvis 141 og 135 jamfør tabell 4.8. Det er her benyttet samme fremgangsmåte for beregningene som beskrevet under kapittel 6.4.

(USD 1000)											
<b>Fri kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
		76	62	72	84	96	92	82	86	90	
Fri kontantstrøm til egenkapital		433	220	749	145	421	854	057	194	536	83 865
Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,22	1,31	1,41	1,52	1,64	1,76	1,90	0,054
Nåverdi		71609	54525	59530	64188	68449	61237	50185	48885	47618	1556816
Nåverdi FKE	526224										
PV Terminal value	1556816										
<b>Verdi av egenkapitalen</b>	<b>2083041</b>										
Antall aksjer i tusen	86769										
<b>Aksjeverdi</b>	<b>24,01</b>										
<b>USD/NOK per 31.12.06</b>	<b>6,27</b>										
<b>Aksjeverdi (i NOK)</b>	<b>150,52</b>										

Tabell 4.7 Verdi etter egenkapitalmetoden med skattebetaling

		<b>Fremskriving</b>	
A aksjen	B aksjen	<b>A aksjen</b>	<b>B aksjen</b>
132,54	126,73	<b>141,14</b>	<b>134,95</b>

Tabell 4.8 Fremskriving av verdi

Når vi sammenligner estimatene vi får ved de ulike forutsetningene (det vil si uten skatterreform og med skatterreform) finner vi at verdien av A – aksjen reduseres med 16 og at B – aksjen reduseres med 15. Skattereformen innebærer med andre ord en signifikant reduksjon i verdien av egenkapitalen per aksje.

Professor Petter Bjersunds konkluderer med at markedet ikke har priset inn effektene av skattereformen i verdien på aksjene (Dagens Næringsliv 17.09.2007). Derfor vil ikke vår konklusjon vektlegge verdien beregnet i dette kapittelet (kapittel 6.7).

## 7. Konklusjon verdsettelse

Verdiestimatet vi kom frem til er for A – aksjen 164 og for B – aksjen 157 per 05.11.2007. Dette er beregnet ved å vekte estimatet vi fikk fra den fundamentale verdsettelsen med 2/3 og gjennomsnittlig estimat fra den komparative analysen med 1/3. Vi valgte å legge mest vekt på den fundamentale verdsettelsen da denne formen for verdsettelse er mer grundig. Komparativ analyse er også veldig sensitiv overfor hvilke multiplikatorer man benytter og hvilke bedrifter som inngår i bransjen. Siden vi også kun har to komparative bedrifter, synes vi det er naturlig å legge hovedvekten på den fundamentale analysen.

<b>A- aksje</b>		
<b>Verdsettelsesmodell</b>	<b>Vekt</b>	<b>Verdiestimat per 05.11.2007</b>
Fundamentalanalyse	2/3	157,02
Komparativ analyse	1/3	
P/E		179,21
P/B		177,94
Gj. snitt. verdi komparativ		178,58
<b>Vektet verdiestimat</b>		<b>164,21</b>
Børskurs 05.11.2007		93,25
Forskjell		(70,96)

<b>B- aksje</b>		
<b>Verdsettelsesmodell</b>	<b>Vekt</b>	<b>Verdiestimat per 05.11.2007</b>
Fundamentalanalyse	2/3	150,14
Komparativ analyse	1/3	
P/E		171,36
P/B		170,15
Gj. snitt. verdi komparativ		170,75
<b>Vektet verdiestimat</b>		<b>157,01</b>
Børskurs 05.11.2007		85,25
Forskjell		(71,76)

<b>A- aksje</b>				
<b>Kjøp</b>	<b>Hold</b>	<b>Selg</b>	<b>Kurs 05.11.2007</b>	<b>Handlestrategi</b>
139,58	164,21	188,84	93,25	Kjøp aksjen
<b>B- aksje</b>				
<b>Kjøp</b>	<b>Hold</b>	<b>Selg</b>	<b>Kurs 05.11.2007</b>	<b>Handlestrategi</b>
133,46	157,01	180,57	85,25	Kjøp aksjen

Tabell 4.9 Endelige verdiestimer for A – og B – aksjen og handlestrategi

A – aksjen har en aksjekurs på 93,25 per 05.11.2007 og B – aksjen en kurs på 85,25. Verdiestimatene vi har kommet frem til er noe usikre. Vi har derfor valgt å lage et intervall på 15 % rundt vårt estimat, hvor vi innenfor intervallet anbefaler at man holder aksjen. Dette har vi også gjort siden finansmarkedene ikke er perfekte, og det er vanlig å måtte betale en kurtasje på 0,05 % ved aksjehandel på Oslo Børs ([www.nordnet.no](http://www.nordnet.no)). Når vi sammenlikner våre estimer med dagens kurser, finner vi at aksjene til Odfjell er undervurdert i markedet per 05.11.2007. Vi anbefaler altså kjøp både for A – aksjen og B – aksjen. I den senere tid har det kommet kjøpsanbefalinger på Odfjell aksjene, blant annet fra Nordea Markets (Nordea Markets analytikerrapport fra 08.11.2007). Alle beregningene fremkommer i tabell 4.9.

## 8. Litteraturliste

### BØKER

Bodie, Zwi and Kane, Alex et al. (2005): Investment. 6th ed. McGraw – Hill, New York

Boye, Knut og Hansen, Terje et al. (2007): Personlig Økonomi. 24. utgave Cappelen akademisk forlag, Oslo

Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C. et al. (2006): Corporate Finance. 8th ed. McGraw – Hill, New York

Brooks, Chris (2004): Introductory econometrics for finance. 5th ed. University Press, Cambridge

Damodaran, Aswath (2002): Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2th ed. John Wiley & Sons, New York

Hill, C. W. L. and Jones, G. R. (2004): Strategic Management Thory: An Integrated Approach. 6th ed. Houghton Mifflin, Boston

Johnson, Gerry and Scholes, Kevan et al. (2006): Exploring Corporate Strategy. 7th ed. Prentice Hall, London.

McDonald, Robert L. (2003): Derivatives Markets. Pearson Education, United States of America

Penman, Stephan H. (2007): Financial Statement Analyses and Security Valuation. 3th ed. McGraw – Hill, New York

Tenold, Stig og Thowsen, Atle (2006): Odfjell: the history of a shipping company. 1. utgave. Bodoni, Bergen

### ÅRSRAPPORTER

Broström, Årsrapporter fra 2001 – 2006

Odfjell, Kvartalsrapport fra 1.kvartal, 2007

Odfjell, Kvartalsrapport fra 2.kvartal, 2007

Odfjell, Kvartalsrapport fra 3.kvartal, 2007

Odfjell, Kvartalsrapport fra 1.kvartal, 2006

Odfjell, Kvartalsrapport fra 2.kvartal, 2006

Odfjell, Årsrapporter fra 2001 – 2006

Stolt – Nielsen, Årsrapporter fra 2001 – 2006

**ANDRE RAPPORTER**

Bergens Tidende: Artikkel 08.10.2007

Børsmelding Odfjell 14.03.2007

Dagens Næringsliv: Artikkel 10.09.2007

Dagens Næringsliv: Artikkel 17.09.2007

Dagens Næringsliv: Artikkel 19.11.2007

DnB NOR Markets: Analytikerrapport 05.11.2007, Krohn, Ole – Andreas

First Securities: Presentasjon 08.11.2007, Peter Hermanrud

Nordea Markets: Analytiker rapport Odfjell 08.11.2007, Karlsen, Anders R.

Shipping ABC: Presentasjon 12.09.2007, Nygaarg, Georg. NorthEdge

Statistisk Sentralbyrå: Konjunkturutviklingen i Norge, rapport 4 2007

Statistisk Sentralbyrå: Konjunkturutviklingen internasjonalt, rapport 4 2007

Statistisk Sentralbyrå: Konjunkturtendensene for Norge og utlandet, 06.09.2007

Stortings proposisjon nr 1 2007 – 2008

**FORELESNINGSNOTATER**

Fag: FIE400, Finansmarkeder (vår 2006, høst 2006) ved NHH, Førsteamanuensis Tore Leite

Fag: FIE401, Metoder for finansiell analyse (vår 2006, vår 2007) ved NHH, Professor Jostein Lillestøl, Førsteamanuensis Tommy Stamland, Førsteamanuensis Jarle Møen, Professor 2 Ole Gjølberg

Fag: FIE402E, Corporate Finance (vår 2006, vår 2007) ved NHH, Assistant Professor Per Östberg, Professor Kjell G. Nyborg

Fag: FIE425, Derivater og risikostyring (vår 2006) ved NHH, Førsteamanuensis Jøril Mæland

Fag: FIE427, Finansielle kontrakter (høst 2006) ved NHH, Førsteamanuensis Eirik G. Kristiansen

Fag: FIE431, Personlig økonomi (høst 2007) ved NHH, Professor Terje R. Hansen, Førsteamanuensis Knut Boye, Professor Guttorm Schjelderup



Fag: BUS424, Strategisk regnskapsanalyse (høst 2006) ved NHH, Professor Frøystein Gjesdal

Fag: BUS425N, Regnskapsanalyse og verdsettelse ved NHH, Førsteamanuensis Finn Kinsardal

Fag: BUS 420 Strategisk Økonomistyring (vår 2007) ved NHH, Førsteamanuensis Katarina Østergren

Fag: SOL040, Strategisk ledelse (høst 2005) ved NHH, Førsteamanuensis Inger G. Stensaker

Fag: HIS012, Bedriften i historisk lys (26.01.2007) ved NHH, Førsteamanuensis Stig Tenold

Fag: 8042, Investment Banking (vår 2007) ved Università Commerciale Luigi Bocconi, Professor Filippo Ippolito

## **INTERNETT ADRESSER**

[www.tradewinds.no](http://www.tradewinds.no)

[www.na24.no](http://www.na24.no)

[www.na24.no/politikk/article1327316.ece](http://www.na24.no/politikk/article1327316.ece)

[www.odfjell.no](http://www.odfjell.no)

[www.stoltnielsen.com](http://www.stoltnielsen.com)

[www.brostrom.se](http://www.brostrom.se)

[www.dnbnor.no](http://www.dnbnor.no)

[www.dn.no](http://www.dn.no)

[www.ose.no](http://www.ose.no)

[www.ssb.no](http://www.ssb.no)

[www.norgesbank.no](http://www.norgesbank.no)

[www.nhh.no/bib/](http://www.nhh.no/bib/)

[www.bt.no](http://www.bt.no)

[www.12manage.com/methodes\\_porter\\_five\\_forces.html](http://www.12manage.com/methodes_porter_five_forces.html)

[www.improvementnetwork.gov.uk/imp/aio/1033478](http://www.improvementnetwork.gov.uk/imp/aio/1033478)

[www.quickmba.com](http://www.quickmba.com)

[www.dnbnor.no/markets](http://www.dnbnor.no/markets)

**PERSONER**

Dag Hammer, DnB NOR Kapitalforvaltning

Peter Hermanrud, First Securities

Stig Tenold, førsteamanuensis ved Norges Handelshøyskole

Truls Dahl, Fearnleys

**DATABASER**

Ravn foretaksinformasjon

## 9. Vedlegg

Trailing Resultatregnskap							
År	Q2 2007	Q2 2006	Q1 2007	Q1 2006	2006	Just	2007 - T
(USD 1000)							
<b>DRIFTSINNT OG KOSTN</b>							
Inntekt	306000	261000	299000	279000	1088478		1153478
Nettoinntekt fra samarbeidsp	0	0	0	0	60	-60	0
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>306000</b>	<b>261000</b>	<b>299000</b>	<b>279000</b>	<b>1088538</b>		<b>1153478</b>
Kostnader linjefart	-86000	-91000	-90000	-94000	-360890		-351890
Kostnader timesharter	-38000	-35000	-37000	-38000	-144782		-146782
Andre driftskostnader	-68000	-58000	-67000	-53000	-238061		-262061
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-192000</b>	<b>-184000</b>	<b>-194000</b>	<b>-185000</b>	<b>-743733</b>		<b>-760733</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>114000</b>	<b>77000</b>	<b>105000</b>	<b>94000</b>	<b>344805</b>		<b>392745</b>
<b>Driftsres etter verdireg</b>	<b>114000</b>	<b>77000</b>	<b>105000</b>	<b>94000</b>	<b>344805</b>		<b>392745</b>
Generelle og adm kostn	-23000	-20000	-23000	-20000	-84600		-90600
Avskrivninger	-33000	-30000	-31000	-29000	-118681		-123681
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0	0
Gevinst ved salg av am	25000	14000	0	1000	14644	-14644	10000
<b>Driftsresultat</b>	<b>83000</b>	<b>41000</b>	<b>51000</b>	<b>46000</b>	<b>156168</b>	<b>-14644</b>	<b>188464</b>
<b>FINANSINNT OG KOSTN</b>							
Renteinntekter	4000	3000	4000	2000	10568		13568
Rentekostander	-19000	-14000	-18000	-11000	-53333		-65333
Andre finansposter	0	0	0	0	-631	631	0
Valutegevinst	1000	2000	0	0	2114	-2114	-1000
<b>Netto finansposter</b>	<b>-14000</b>	<b>-9000</b>	<b>-14000</b>	<b>-9000</b>	<b>-41282</b>	<b>-1483</b>	<b>-52765</b>
<b>Ordinært res før skattekostn</b>	<b>69000</b>	<b>32000</b>	<b>37000</b>	<b>37000</b>	<b>114886</b>	<b>-16127</b>	<b>135699</b>
Skattekostnad ordinært resultat	-4000	-5000	-2000	-3000	1056		-7681
<b>Skatt</b>	<b>-4000</b>	<b>-5000</b>	<b>-2000</b>	<b>-3000</b>	<b>1056</b>		<b>-7681</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>65000</b>	<b>27000</b>	<b>35000</b>	<b>34000</b>	<b>115942</b>	<b>-16127</b>	<b>128018</b>
<b>Tilordnet</b>							
Minoriteten	0	0	0	0	0		0
Aksjonærer	65000	27000	35000	34000	115942		128018

TRAILING BALANSE (USD 1000)	Q2 2007	2006	Prosent	2007 - T
<b>EIENDELER</b>				
<b>Anleggsmidler</b>				
<i>Immaterielle eiendeler</i>				
Utsatt skattefordel	-	-		
Goodwill	10 000	10 327		10 000
<b>Sum</b>	<b>10 000</b>	<b>10 327</b>		<b>10 000</b>
<i>Varige driftsmidler</i>				
Eiendommer		27 856	0,748	29 914
Kontorutstyr og biler	40 000	9 392	0,252	10 086
Skip	1 473 000	1 362 028		1 473 000
Nybyggingskontrakter	39 000	61 792		39 000
Tankterminaler	386 000	340 188		386 000
Tank containere	-	-		-
Investering i samarbeidsprosjekter	1 000	1 299		1 000
Andre langsiktige fordringer	3 000	2 078		3 000
<b>Sum</b>	<b>1 942 000</b>	<b>1 804 633</b>		<b>1 942 000</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>1 952 000</b>	<b>1 814 960</b>		<b>1 952 000</b>
<b>Omløpsmidler</b>				
<i>Fordringer, aksjer og likvide midler</i>				
Kortsiktige fordringer	136 000	113 670		136 000
Kasse- og bankbeholdninger	152 000	165 287		152 000
Bunkers og andre lagre	14 000	16 496		14 000
<b>Sum</b>	<b>302 000</b>	<b>295 453</b>		<b>302 000</b>
<i>Investeringer</i>				
Aksjeinvesteringer	-	-		-
Markedsbaserte investeringer	58 000	77 137		58 000
Derivater	4 000	1 675		4 000
Obligasjoner og sertifikater	-	-		-
<b>Sum</b>	<b>62 000</b>	<b>78 812</b>		<b>62 000</b>
<b>Sum Omløpsmidler</b>	<b>364 000</b>	<b>374 265</b>		<b>364 000</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>2 316 000</b>	<b>2 189 225</b>		<b>2 316 000</b>

<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>Q2 2007</b>	<b>2006</b>	<b>Prosent</b>	<b>2007 - T</b>
<b>Egenkapital</b>				
<i>Innskutt egenkapital</i>				
Selskapskapital		29 425	0,360	29 495
Egne aksjer		(1123)	(0,014)	(1126)
Overkursfond	82 000	53 504	0,654	53 631
<b>Sum</b>	<b>82 000</b>	<b>81 806</b>		<b>82 000</b>
<i>Opptjent egenkapital</i>				
Fond for verdiendring		-	-	
Annen egenkapital	687 000	564 379		687 000
<b>Sum</b>	<b>687 000</b>	<b>564 379</b>		<b>687 000</b>
Minoritetsinteresser	6 000	5 517		6 000
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>775 000</b>	<b>651 702</b>		<b>775 000</b>
<b>GJELD</b>				
<i>Langsiktig gjeld og langsiktige forpliktelser</i>				
Utsatt skatt		23 227	0,537	23 632
Pensjonsforpliktelser		17 363	0,401	17 666
Annen langsiktig gjeld	44 000	2 656	0,061	2 702
Langsiktig gjeld	1 260 000	1 181 804		1 260 000
<b>Sum</b>	<b>1 304 000</b>	<b>1 225 050</b>		<b>1 304 000</b>
<i>Kortsiktig gjeld og kortsiktige forpliktelser</i>				
Betalbar skatt		3 158	0,016	1 887
Skyldig offentlige avgifter		5 503	0,028	3 288
Avsatt utbytte		56 000	0,281	33 455
Annen kortsiktig gjeld	119 000	134 533	0,675	80 371
Derivater	1 000	1 696		1 000
Kortsiktig rentebærende gjeld	119 000	111 582		119 000
<b>Sum</b>	<b>239 000</b>	<b>312 472</b>		<b>239 000</b>
<b>SUM GJELD</b>	<b>1 543 000</b>	<b>1 537 522</b>		<b>1 543 000</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>2 318 000</b>	<b>2 189 224</b>		<b>2 318 000</b>